

大融合时代，从“新”出发

2016 年年度行业策略报告

评级： 增持 前次： 增持

互联网零售团队 分析师
 彭毅 胡彦超
 pengyi@r.qlzq.com.cn S0740512070001
 冯晨阳 021-20315370
 fengcy@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2015 年 12 月 16 日

基本状况

上市公司数	64
行业总市值(百万元)	604950.06
行业流通市 (百万元)	552961.51

行业内重点公司概况

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E		评级
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	
新民科技	83	18.60	0.23	0.41	0.66	80	45	买入
步步高	127	16.27	0.37	0.47	0.65	44	35	买入
苏宁云商	1,002	13.57	0.13	0.03	0.14	104	452	买入
传化股份	803	24.64	0.11	-0.02	0.08	216	-1027	增持
永辉超市	403	9.90	0.19	0.26	0.34	52	38	买入
科通芯城	117	8.62	0.26	0.38	0.53	33	23	买入

行业-市场走势对比



来源：中泰证券研究所，注：收盘价取 2015 年 12 月 16 日，EPS 按增发摊薄后股本计算

投资要点

- 展望 2016 年，零售行业虚实融合将进一步深化，线上线下资源有效整合，转型加速，效率效能进一步最优化。另外，传统商贸零售、传统电子商务、传统服务业在国家以技术创新驱动的供给端改革大时代背景下，将与科技、互联网深度结合，新的商业理念、新的商业模式将在此过程中孕育、发展，一批顺应时代发展趋势的企业将借助 IPO、并购重组逐步登陆资本市场，成为未来十年伟大企业的雏形。
- 互联网零售是产业内唯一亮点，进入大融合时代。1) 传统零售收入接近零增长，互联网零售收入增长较为健康。我们认为创新的商业模式帮助互联网零售公司打造高转化率（坪效）生态圈，提升消费者品牌忠诚度及消费粘性，因此收入持续保持正增长并维持较为健康水平与其创新型商业模式密不可分，新增的线上渠道对冲消费疲弱带来的负面影响。2) 线上线下融合持续推进。我们认为，未来零售业的“互联网+”必然是线下线上“虚实结合”的商业模式。目前，部分零售企业只是把互联网当作一个新增渠道，而并非与自身实体零售有机结合在一起。所谓虚实结合即互联网先进技术对接零售的核心要素（产品、服务、价格），线上线下融合一体。
- 线上：流量红利时代结束，电商产业未来以结构性机会为主。结构性机会主要为四个方向，电商运营、跨境电商、农村电商和社交电商。我们认为，在线上整体增速放缓的情形下，电商产业存在结构性机会。1) 电商运营服务市场空间大（2014 年规模 2700 亿，增速 100+%），供需两旺，目前行业集中度较低，因此运营服务行业存在较大产业投资机会。2) 受到政策支持及消费升级需求推动，跨境电商规模（2014 年 4 万亿，增速 30%，同期全国进出口贸易增速仅 3.2%）增速快于整个电商行业，在前端流量仍被巨头垄断的背景下，后端供应链整合升级存在巨大的机会。3) 农村零售市场亟待电商深耕，但仍以传统商贸流通为主，在农村互联网化不断提高的背景下，互联网零售渗透率将进一步提升（2014 年网购规模 1600 亿，预计未来两年 CAGR60%），潜力巨大；另外，由于农村具备独有的“熟人乡邻”生态环境，已深入农村内部，具备较强供应链能力的企业具备先发优势。4) 社交电商市场方兴未艾，新型社交电商商业模式优势逐步显现，在前端被电商巨头垄断大众流量下把握住垂直或细分流量市场。

- **线下：回归零售本质，超市业比拼商品供应链和服务。** 1) 行业联合采购元年，打破区域型多层次低效供应链结构。两大联合采购集团（步步高、永辉）推动超市行业实现联合采购实质性进展，我们认为只有推进联合采购，打破区域型多层次低效供应链结构，行业才能获得单位采购成本降低，优势商品供应商资源（尤其是海外商品资源）共享，实现多方共赢。2) 消费者结构变化驱动超市业标准化、餐饮化、国际化。90 后为未来 10-20 年的主流消费人群，其风格为 A) 更愿意为服务付费；B) 宅、懒文化；C) 寻求小众消费市场。因此消费者结构变化是促使超市业需要“三化”的主要原因，而“三化”的前提要求是后台具备先进强大的生鲜加工配送中心、中央厨房和前端丰富的海外商品供应链体系。3) 供应链能力输出形成社会化 B2B 业务增量。我们认为，未来部分企业随着生鲜加工配送中心和中央厨房的建设完善，其供应链能力社会化输出将提供较大规模的业务增量，我们积极看好在这类基础设施布局完善，运作体系标准化的企业。
- **生态大融合竖立产业坚实护城河。** 我们积极看好传统行业互联网+龙头企业，在新经济格局和粉丝经济环境下，互联网+企业需要建立起独有的高粘性生态圈（如 JBAT），生态大融合格局将有效树立产业壁垒，而生态大融合建立的基础是长远的产业发展趋势以及公司优越的商业模式。在生态大融合逻辑下，我们推荐**新民科技、苏宁云商、传化股份、科通芯城**，建议关注**乐视网**。
- **投资策略：六大主线投资互联网零售。**

2016 年，商贸零售、电子商务、服务业的投资选股思路将从“新”出发，淡化业绩，深跟产业趋势，挖掘研究具备有价值商业模式的企业。具体到互联网零售，我们提供六大投资主线。

 - 投资主线一：电商运营服务推荐**新民科技**，建议海外投资者关注**宝尊电商**。
 - 投资主线二：跨境电商推荐**步步高、苏宁云商**，建议关注**跨境通**。
 - 投资主线三：社交电商领域建议关注**华斯股份**。
 - 投资主线四：农村互联网零售建议关注：**西安民生**。
 - 投资主线五：超市业推进联合采购、国际化、标准化、餐饮化、供应链 B2B 社会化输出企业。推荐**步步高、永辉超市**。
 - 投资主线六：生态大融合竖立产业坚实护城河。推荐**新民科技、苏宁云商、传化股份、科通芯城**，建议关注**乐视网**。
- **风险提示** 1) 板块高弹性下市场系统性风险；2) 过度资本开支；3) 管理层转型思路不统一。

内容目录

互联网零售是产业内唯一亮点，进入大融合时代.....	6 -
传统零售业绩持续下行，互联网零售销售保持中高速增长	6 -
线上线下融合趋势持续推进	7 -
线上：流量红利时代结束，电商产业未来以结构性机会为主	9 -
电商运营服务市场空间大，供需两旺	10 -
渠道扁平化优势和政策支持带动跨境进口电商高速发展	13 -
前期供应链布局落后，农村电商市场待深耕	18 -
社交电商方兴未艾，去中心化掘金社交场景	22 -
线下：回归零售本质，超市业比拼商品供应链和服务	25 -
行业联合采购元年，打破区域型多层次低效供应链结构	25 -

消费者结构变化驱动超市业标准化、餐饮化、国际化.....	- 26 -
供应链能力输出形成社会化 B2B 业务增量.....	- 29 -
生态大融合竖立产业坚实护城河	- 30 -
京东、百度、阿里、腾讯等产业巨头投资多元化，建立自有生态圈.....	- 30 -
行业将由单一商业模式创新向生态融合创新发展.....	- 33 -
投资策略：六大主线投资互联网零售	- 33 -
新民科技（002127）：深耕南极人品牌，打造一站式电商服务平台	- 34 -
步步高（002251）：回归零售本质，大云猴战略稳步推进	- 36 -
苏宁云商（002024）：回归零售本质，开放资源，前景可期	- 37 -
传化股份（002010）：互联网+货运，革新全国公路港生态	- 38 -
永辉超市（601933）：合众连横空间大，关注新业态布局	- 41 -
科通芯城（0400.HK）：缔造物联网生态圈，行业空间巨大	- 42 -
附录：JBAT 投资梳理.....	- 45 -
风险及不确定性.....	- 49 -

图表目录

图表 1：按年营收增速对比	- 6 -
图表 2：按季度营收增速对比.....	- 6 -
图表 3：天猫 GMV 规模及增速.....	- 7 -
图表 4：京东 GMV 规模及增速.....	- 7 -
图表 5：苏宁易购 GMV 规模及增速	- 7 -
图表 6：唯品会 GMV 规模及增速	- 7 -
图表 7：2015 年以来线下布局线上趋势不改.....	- 8 -
图表 8：部分在线零售落地及其表现.....	- 8 -
图表 9：互联零售虚实结合	- 9 -
图表 10：网络购物规模及增速	- 10 -
图表 11：网络购物中 B2C 和 C2C 占比	- 10 -
图表 12：电商代运营市场交易规模（亿元）及增幅（%）	- 10 -
图表 13：使用第三方电子商务平台的中小企业数	- 11 -
图表 14：外资品牌积极拓展线上渠道.....	- 11 -
图表 15：2015 年第二季度中国 B2C 市场份额	- 12 -
图表 16：京东 2011-2014 年 GMV 结构.....	- 12 -
图表 17：2014 年电商代运营市场占有结构	- 12 -
图表 18：易积科技之资本注入	- 13 -
图表 19：软银赛富千万美元投资瑞金麟.....	- 13 -
图表 20：跨境电商规模、增速及渗透率.....	- 14 -

图表 21: 进口占比逐步提升	- 14 -
图表 22: B2C 占比逐步提升	- 14 -
图表 23: 进口电商未来三年 CAGR 34.55%	- 14 -
图表 24: 出口电商未来三年 CAGR 24.57%	- 14 -
图表 25: 传统进口与跨境进口电商区别	- 15 -
图表 26: 中国历年人均 GDP: 美元	- 15 -
图表 27: 2012 年重点跨境电商政策	- 16 -
图表 28: 一般进口贸易和跨境进口电商在商品价格上区别	- 17 -
图表 29: 2015 年预计各进口电商 GMV 市占率情况	- 17 -
图表 30: 2010-2015 年农村社零总额 (亿元)	- 18 -
图表 31: 农村社零 1-10 月总额及同比增速	- 18 -
图表 32: 2007-2015 年全国网购规模、社零规模及网购社零占比	- 18 -
图表 33: 2007-2014 年度城乡互联网普及率	- 19 -
图表 34: 2008-2014 年度城乡网民网购使用率	- 19 -
图表 35: 农村网购规模未来两年 CAGR 60%	- 19 -
图表 36: 农产品流通及其衍生的商业模式	- 20 -
图表 37: 农产品进城三种商业模式介绍	- 20 -
图表 38: 科技和服务下乡六种商业模式	- 21 -
图表 39: 供销大集 O2O 体系	- 22 -
图表 40: 中国网民移动端渗透率	- 22 -
图表 41: 各大公司移动端占比均突破 50%	- 22 -
图表 42: 2014 年国内社交用户每天使用时间	- 23 -
图表 43: 移动社交使用时间场景非常碎片化	- 23 -
图表 44: 社交场景下用户更多会尝试寻找自己的兴趣圈子	- 23 -
图表 45: 社交电商与传统电商的区别以及代表平台	- 24 -
图表 46: 弱关系下小红书、蘑菇街、美丽说注册用户和 GMV 信息	- 25 -
图表 47: 社交跨境电商小红书时间轴, 发展迅猛	- 25 -
图表 48: 全国两大联合采购集团	- 26 -
图表 49: 2030 年中国人口结构: 主流消费者为 85-00 年出生人群	- 27 -
图表 50: 中国恩格尔系数下降最快阶段为 80 年代末-00 年	- 27 -
图表 51: 为适应新消费人群所需具备的后端核心竞争力	- 28 -
图表 52: 社会化 B2B 市场是超市行业新增量	- 30 -
图表 53: 京东历年对外投资数量	- 30 -
图表 54: 百度历年对外投资数量	- 30 -
图表 55: 阿里历年对外投资数量	- 31 -

图表 56: 腾讯历年对外投资数量	- 31 -
图表 57: 产业资本总体偏好及风向	- 32 -
图表 58: 各重点公司盈利预测、估值以及推荐逻辑	- 33 -
图表 59: 南极电商授权模式详解图	- 35 -
图表 60: 南极电商战略规划图	- 35 -
图表 61: 公路货运缺乏类似航空体系下的运营体系	- 39 -
图表 62: 公司物流网络运营系统商业模式 (323 模式)	- 39 -
图表 63: 公司公路港全国性布局	- 40 -
图表 64: 公司公路港建设和投入运营计划	- 40 -
图表 65: 公司独特的商业模式, 有效服务长尾市场	- 42 -
图表 66: 公司 B2B2C 物联网生态圈	- 44 -
图表 67: 科通芯城发展路线图	- 44 -
图表 68: 公司各业务 GMV 变动	- 44 -
图表 69: 公司客户数持续高增长	- 44 -
图表 70: 京东历年投资行业分析	- 45 -
图表 71: 京东投资图谱	- 45 -
图表 72: 百度历年投资行业分布	- 45 -
图表 73: 百度投资图谱	- 46 -
图表 74: 阿里历年投资行业分布	- 47 -
图表 75: 阿里投资图谱	- 47 -
图表 76: 腾讯历年投资行业分布	- 48 -
图表 77: 腾讯投资图谱	- 48 -

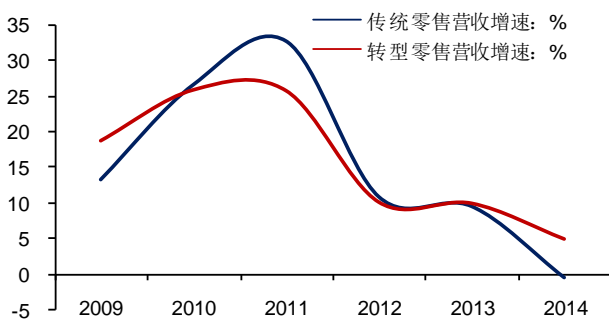
互联网零售是产业内唯一亮点，进入大融合时代

传统零售业绩持续下行，互联网零售销售保持中高速增长

- **A股零售上市公司主要分化为两个方向：**自2013年Q3-Q4部分零售企业率先宣布进军互联网及电子商务以来，行业内部各企业核心战略逐渐分化。我们认为目前大层面上可以将零售行业分为两个主流：**1）、传统零售**（主要依靠同店增长和门店扩张提升公司业绩，围绕主业转型升级积极性或程度较低）；**2）、互联网零售**（依靠线下线上融合形成高消费者粘性生态圈等商业模式）。
 - **互联网零售标的：**我们选取了14家商贸零售行业A股上市公司，核心特点为转型深度较大，互联网属性较为明显的商贸零售。具体标的包括（红旗连锁、永辉超市、天虹商场、友阿股份、步步高、苏宁云商、中央商场、海印股份、宏图高科、农产品、王府井、银座股份、大商股份、南京新百）。
 - **传统零售标的：**我们梳理了中信二级商贸零售行业，剔除了商业模式差异性较大的贸易II子行业和之前选定的互联网零售标的公司，最终选取了50家A股上市公司作为传统零售标的。

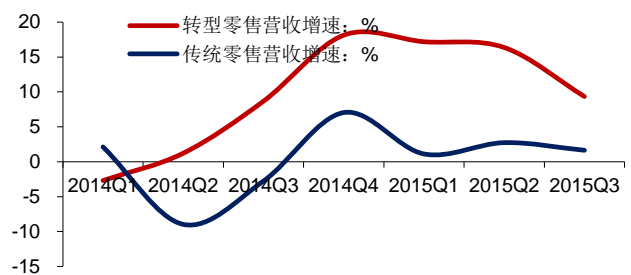
- **传统零售收入接近零增长，互联网零售收入增长较为健康。**2015年三季度报传统零售增速仅为1.64%，环比下降1.09pct，已经接近零增长；扣非净利润增速为-44.70%，环比大幅下滑30.23pct。互联网零售销售收入为9.34%，仍较为健康（主要互联网零售公司在美股上市，天猫/京东/唯品会2015Q3 GMV增速分别为56/71/61%，商品销售增速远高于传统零售）；扣非净利增速为-6.68%。我们认为创新的商业模式帮助互联网零售公司打造高转化率（坪效）生态圈，提升消费者品牌忠诚度及消费粘性，因此收入持续保持正增长并维持较为健康水平与其创新型商业模式密不可分，新增的线上渠道对冲消费疲弱带来的负面影响。

图表 1：按年营收增速对比



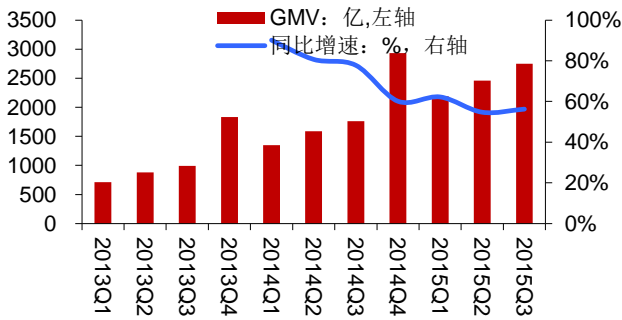
来源：标的公司定期公告，WIND，中泰证券研究所

图表 2：按季度营收增速对比



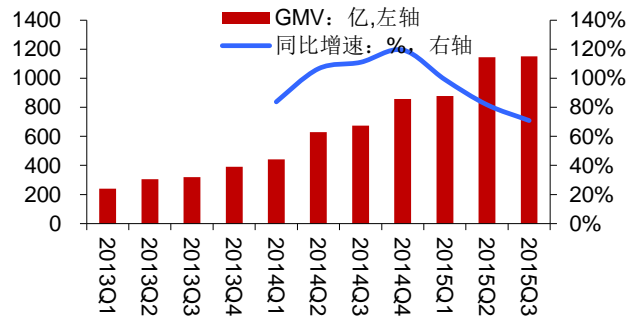
来源：标的公司定期公告，WIND，中泰证券研究所

图表 3: 天猫 GMV 规模及增速



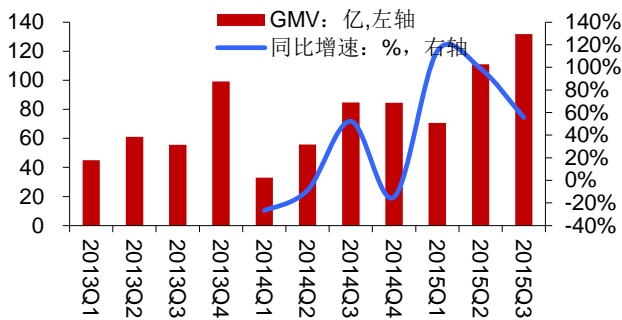
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 京东 GMV 规模及增速



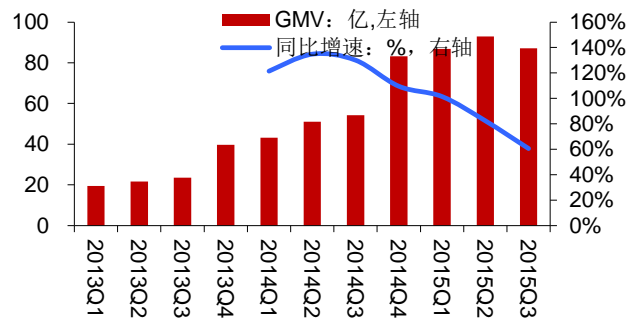
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 苏宁易购 GMV 规模及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 唯品会 GMV 规模及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

线上线下融合趋势持续推进

- **2015H2 实体零售加码线上力度不改。**由于消费者线上消费习惯被逐步培养形成、消费者年龄结构的变化以及零售相关技术的开发,自 2013Q3 开始大量实体零售企业“拥抱”线上,寄希望新增线上渠道、减少中间环节来树立对抗电子商务护城河,这一趋势亦基本贯穿整个 2015 年,近期例如三江购物(2015 年 8 月起入驻京东到家 O2O 平台)、永辉超市(2015 年 8 月引入京东战投,与京东到家合作)、苏宁云商(2015 年 8 月与阿里巴巴战略互投,开设苏宁易购天猫旗舰店)、天虹商场(2015 年 10 月底上线“虹领巾”主要包括购物平台、营销中心、会员联盟、本地生活四大核心功能)、潮宏基(拟采用“互联网+”的模式,提升产业运作效率,重构黄金珠宝产业链)、北京京客隆(APP 于 2015 年 11 月 18 日上线,实现北京 72 家门店线上购买、线下送货服务)。

图表 7：2015 年以来线下布局线上趋势不改

日期	企业	简要描述
2015年3月	刚泰控股	非公开发行募集资金不超过32.95亿元布局O2O业务，发展珠宝电商
2015年4月	豫园商城	定向增发80亿建设O2O黄金产业链平台
2015年6月	西安民生	借助供销大集控股拥有的多维度、多业态的线下商业实体网点资源，初步建立布局全国的O2O城乡商品流通体系
2015年8月	永辉超市	引入京东战略投资入股10%，拟与京东到家合作
2015年8月	苏宁云商	与阿里巴巴战略互投，在天猫开设苏宁易购旗舰店
2015年8月	三江购物	在部分实体门店开设京东到家通道，京东到家宁波地区生鲜业务由三江购物负责
2015年10月	天虹商场	根据发展战略，自主打造了一个定位于本地化生活消费服务平台的APP“虹领巾”，主要包括购物平台、营销中心、会员联盟、本地生活四大核心功能
2015年10月	潮宏基	拟采用“互联网+”的模式，提升产业运作效率，重构黄金珠宝产业链
2015年11月	北京京客隆	北京72家京客隆的大卖场和综合超市都将上线O2O服务，店铺周边2公里范围内的用户购物满49元即可享受免费送货上门；此外，京客隆在京的60多家便利店也计划设置商品自提点

来源：各公司公告，网络资料整理，中泰证券研究所

- 线上零售布局线下解决体验不足之痛点。**在“淘货”时代，C2C 是在线零售的主流商业模式，在线零售商（淘宝、拍拍、易趣等平台）享受中国互联网渗透率提升所带来的巨大用户流量，部分消费者的主要关注要素为价格。而目前，市场已逐渐进入品质电商为主的“选货”时代，**主流消费者更注重体验、服务、质量等，缺乏线下体验是众多纯电商公司的痛点所在**，因此，部分电商为弥补这一缺陷，开始下沉渠道，布局线下体验店，增加用户购物体验和服务。

图表 8：部分在线零售落地及其表现

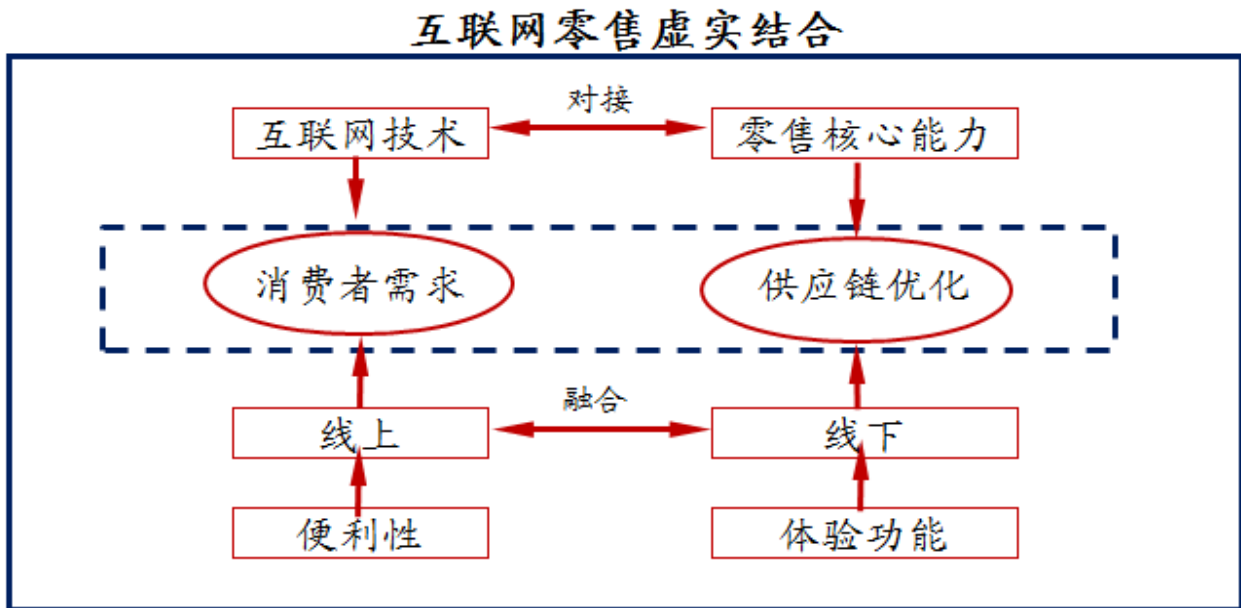
布局线下时点	线上企业/平台	线下实体	简要内容
2015/10/8	跨境通	O2O体验店	拟开发运营跨境进口电商平台和移动端APP，在北京、上海、广州、深圳等一线城市建设20家O2O体验店
2015/4/28	苏宁易购	苏宁易购云店	苏宁易购云店业务功能更全，除传统的家电、3C产品销售外，还包括了苏宁帮客、海外购、红孩子、超市、金融等业务，以及日用、百货、家装等全品类商品的虚拟出样，涵盖了全品类的体验与销售
2015/4/28	云猴全球购	电商O+O体验店	体验中店面积为60平方米，通过实物展示和虚拟展示相结合，可供购买的商品种类近千种，一站式解决进口商品实体网购。店内首批展示的实物商品有200多种，还有800多种产品是通过扫码墙、视频等方式进行虚拟展示的
2014/12/25	天猫	O2O天猫双城线下旗舰店	10000多平方米的大型智能体验式、场景式综合体购物中心，云集了各大线上实力品牌商家、淘宝线上明星店等。消费者到O2O天猫双城线下旗舰店试穿实体商品后，可用天猫无线客户端扫描商品二维码，添加到天猫购物车，并在当天下单购买享受折扣。
2014年底	淘宝	淘宝会员贵宾体验厅	体验厅免费向淘宝会员开放，提供免费WiFi、体感游戏、沙发躺椅，还可以方便地下单购物、手机支付。
2014年11月20	京东	京东帮服务店	该服务店类似于京东面对县域消费者的综合服务点，为消费者提供配送、安装、维修、保养、置换等家电维修服务，目的在于让更多农村消费者认识电商渠道和京东。此外，店内还会进行部分商品展示，并提供代客下单服务。
2014年	拉卡拉	拉卡拉社区电商小店	广州布局近1000家，全国达2万家，实体店的基础上增加了网上交易的电子设备终端
2014/9/16	1号店	社区团	“社区团”体验店与传统便利店模式不同，因为店内并无实物，所有待售商品均以展板的形式进行呈现。市民根据展板上的信息挑选到心仪的产品后，可直接扫描相应的二维码，登陆网页进行注册，确认订单信息进行下单。
2014年5月	顺丰	顺丰“嘿客”便利店	推出4个月全国开店近2000家，采用自建直营便利店的方式进行网点布局，店内不设仓储，而是以产品照片代替，如果顾客有购买的潜在意向可以通过扫描二维码来查询商品详情。
2013/12/23	聚美优品	聚美优品实体店	产品价格跟活动多且调价频繁的线上产品价格相比，有一定的差距，但实体店大多数产品价格都低于商场专柜价格。
2008	淘宝	淘1站	淘宝线下便利店主要采取授权特约加盟的方式，淘宝卖家提出申请后，公司会前去验收，一经通过即可成为淘宝线下实体店“淘1站”中的一员，淘宝网并不收取加盟费。

来源：公司公告，网络资料整理，中泰证券研究所

- 互联网零售演绎线上线下虚实融合。**我们认为，未来零售业的“互联网+”必然是线上线下“虚实结合”的商业模式。目前，部分零售企业只是把互联网当作一个新增渠道，而并非与自身实体零售有机结合在一起。**所谓虚实结合即互**

联网先进技术对接零售的核心要素（产品、服务、价格），线上线下融合一体。具体来看：1) 线上，企业通过互联网先进技术（如：大数据、云计算等）深入有效地挖掘消费者个性化需求，随时随地满足消费者需求，并在支付方面提供良好的用户体验，提升零售经营的效率。2) 线下，通过供应链、物流的优化为线上线下销售提供保障，同时，通过对线下商业场所进行互联网化改造，充分挖掘线下商业场所的社会场景价值、渠道销售价值、媒体推广价值、场景体验价值、仓储服务价值等。

图表 9：互联零售虚实结合

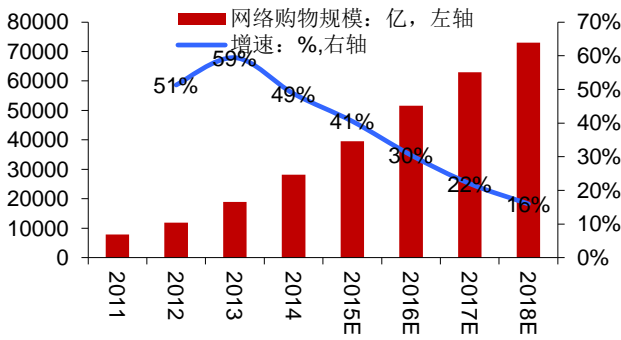


来源：中泰证券研究所绘制

线上：流量红利时代结束，电商产业未来以结构性机会为主

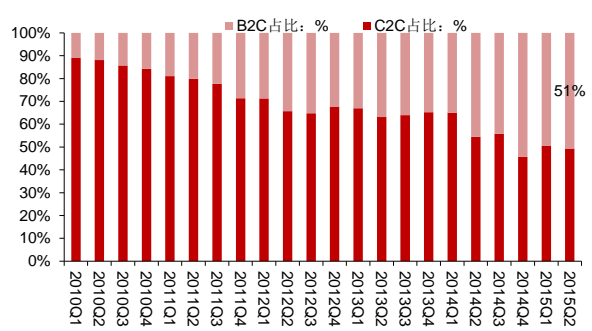
- **线上流量红利时代结束，未来增速将进入平稳增长期。**根据艾瑞咨询，预计 2015 年全国网络购物规模为 3.95 万亿，同比增 41%，若按照前 10 月社会消费品零售增速，预计 2015 年全年社零规模为 30 万亿，即网络购物规模占社零比重达到 13%。随着线上流量红利时代的结束，一二线城市消费者网上购物习惯基本已培养成熟，预计 2015-2018 年网络购物增速将从 40% 以上的中高速增长期转变至约 20% 左右的平稳型增长期。
- **结构性机会主要为四个方向，电商服务、跨境电商、农村电商、社交电商。**我们认为，在线上整体增速放缓的情形下，电商产业存在结构性机会。1) **电商运营服务**市场空间大，供需两旺，目前行业集中度较低，因此运营服务行业存在较大产业投资机会。2) 受到政策支持及消费升级需求推动，**跨境电商**整体规模增速快于整个电商行业，在前端流量仍被巨头垄断的背景下，后端供应链整合升级存在巨大的机会。3) 农村零售市场规模巨大，但仍以传统商贸流通为主，在**农村互联网化**不断提高的背景下，互联网零售渗透率将进一步提升，潜力巨大；另外，由于农村具备独有的“熟人乡邻”生态环境，已深入农村内部，具备较强供应链能力的企业具备先发优势。4) **社交电商**市场方兴未艾，新型社交电商商业模式优势逐步显现，是电商领域为数不多的蓝海。

图表 10: 网络购物规模及增速



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 11: 网络购物中 B2C 和 C2C 占比

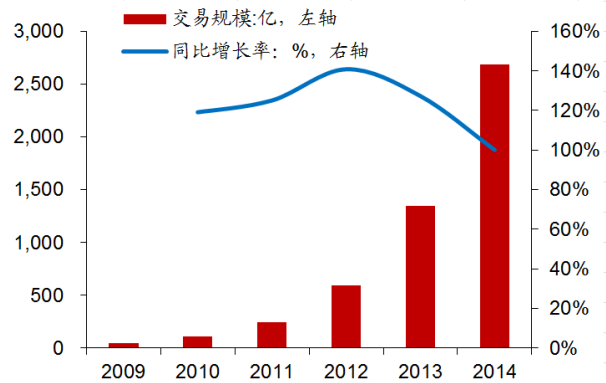


来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

电商运营服务市场空间大, 供需两旺

- **行业规模增长迅速。**目前电商代运营市场空间巨大, 市场交易规模从 2009 年 49.7 亿元增长到 2014 年 2684.8 亿元, 增幅每年均在 100% 以上。使用第三方电子商务平台的中小企业数每年稳步提升, 市场可待挖掘领域广阔。

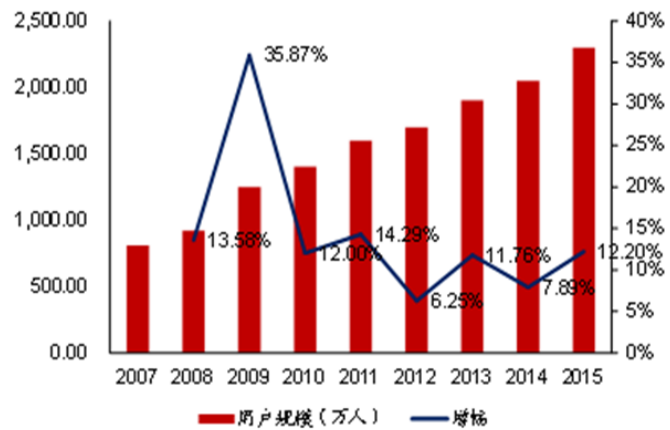
图表 12: 电商代运营市场交易规模 (亿元) 及增幅 (%)



来源: 亿邦动力网, 中泰证券研究所

- **需求端: 品牌商电商化、运营渠道多元化叠加, 打开市场空间。**品牌商电商化: 从行业的增速来看, 电商领域增速将是 C2C<B2C<品牌电商, 品牌电商运营在未来三到五年会有一个非常快速的增长。
- **国内传统品牌商自建官网、开天猫、京东旗舰店的电商代运营需求将快速增长。**

图表 13：使用第三方电子商务平台的中小企业数



来源：WIND 咨询，中国电子商务研究中心，中泰证券研究所

- **外资品牌正加速电商化：**在早期，许多外资品牌对电商的保守态度，电商策略的滞后很大程度上影响了品牌的发展；外资品牌最缺乏的就是国内线上运营的能力与经验，为了更迅速更有效的拓展线上渠道，借力电商代运营自然成为了最佳选择。以家电市场为例，西门子对电商的态度是在 2012 年双十一之后发生变化，因为西门子某天猫专卖店 24 小时的销售额超过了 1000 万元，这样的意外让西门子的高层大力度投资电子商务，也使得 2013 年之后西门子线上的业绩增长了几倍。

图表 14：外资品牌积极拓展线上渠道

以家电市场为例

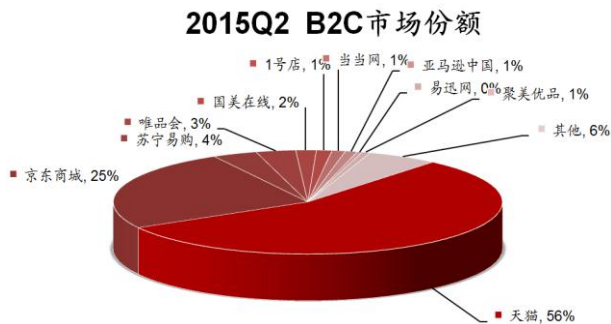
背景	线上渠道成果	外资品牌
2012 年，西门子天猫专卖店 24 时的售额超过 1000 万元，西门子对商的态度发转变，加大线上渠道 资力度	2013 年之后西门子线上的业绩高速增长。	西门子
早期在洗衣机市场中松下的知名度并不高，市场占比也在前五名以外，但公司积极拥抱电商渠道。	2015 年 3 月各平台洗衣机的销售数据看，单品冠军是一款松下 2000 元以下级别的滚筒洗衣机。	松下

来源：星图数据、现代家电网、中泰证券研究所

- **运营渠道多元化：**B2C 平台日益成为网络购物用户的重要选择，除天猫继续放大自身优势外，第二梯队的电商也会抓住机会迅速补位，电子商务平台方发展壮大将使得代运营商有更多平台系统供选择，运营渠道趋于多元化。平台盈利模式是按照交易额提取服务费和广告费，相对比较“轻”，毛利率相对较高，还能弥补品类短板，而 3C、图书、超市这些交易规模相当大的自营业务，毛利率却通常较低。在各类电商第三方平台的扩张直接带动了电商代运营的市场需求。
- ◇ **京东商城：**2011 年 1 月推出开放平台，CMO 蓝烨直接管理，物流服务体系已向平台商家开放，推出开放平台广告系统后平台业务真正发力，其自建的物流系统将为优质商家服务，**目前其已有 90000 个平台卖家。**
- ◇ **当当网：**从 2013 年 6 月 1 日开始，当当网自营业务已经在逐步减品种、

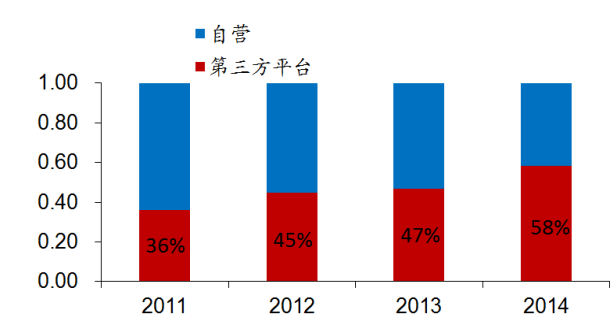
减品类,已经停止服装自营业务及自有品牌业务,转而改为全部引入第三方卖家。

图表 15: 2015 年第二季度中国 B2C 市场份额



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

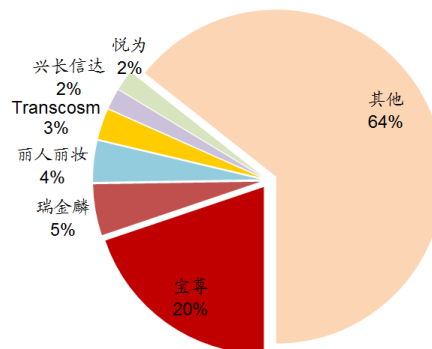
图表 16: 京东 2011-2014 年 GMV 结构



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- **供给端: 品质代运营商获得资本注入, 升级服务模式, 支撑市场空间。**很多代运营企业积极求变, 升级服务模式, 并谋求资本的扶持, 使得很多传统企业在转型过程当中更愿意依托代运营公司, 撑大了代运营行业的市场份额。

图表 17: 2014 年电商代运营市场占有结构



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

- **蓝色光标:** 公司于 2014 年审议通过了《关于公司投资取得北京北联伟业电子商务有限公司 51% 股权的议案》, 同意公司以自有资金共计 4500 万元, 收购北京北联伟业电子商务有限公司原股东部分股份并进行增资, 投资完成后, 公司将持有北联伟业 51% 股份。**2014 年双 11, 北联伟业的代运营客户全天销售额突破 3 个亿, 达到 3.10 亿, 打破了 2013 年双十一全天的成交总额, 呈翻倍增长。**
- **宝尊电商:** 阿里巴巴 2010 年 1 月注资宝尊电商; 2015 年 5 月 21 日宝尊美股上市, 阿里巴巴和软银是宝尊的两大外部股东, 分别持有 18.2% 以及 17.8% 股权。宝尊是中国最大的电商解决方案提供商, 世界近一百个知名品牌在天猫旗舰店以及其官网的运营由宝尊独家代理, 知名品牌有耐克、飞利浦、微软、苹果公司、NBA、中国联通等。
- **易积科技:** IDG 于 2009 年注资总部位于广州的易积科技。

- **瑞金麟**：9月7日，瑞金麟成功完成首轮融资近千万美元，投资方为赛富亚洲基金；2014年获得维思资本亿元级投资。瑞金麟已经与超过30家国内外知名品牌商一起见证了中国电子商务5年来的发展历程，凭借其骄人的成绩入围2014福布斯中文版“中国非上市潜力企业20强”。

图表 18：易积科技之资本注入



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 19：软银赛富千万美元投资瑞金麟



来源：公司官网，中泰证券研究所

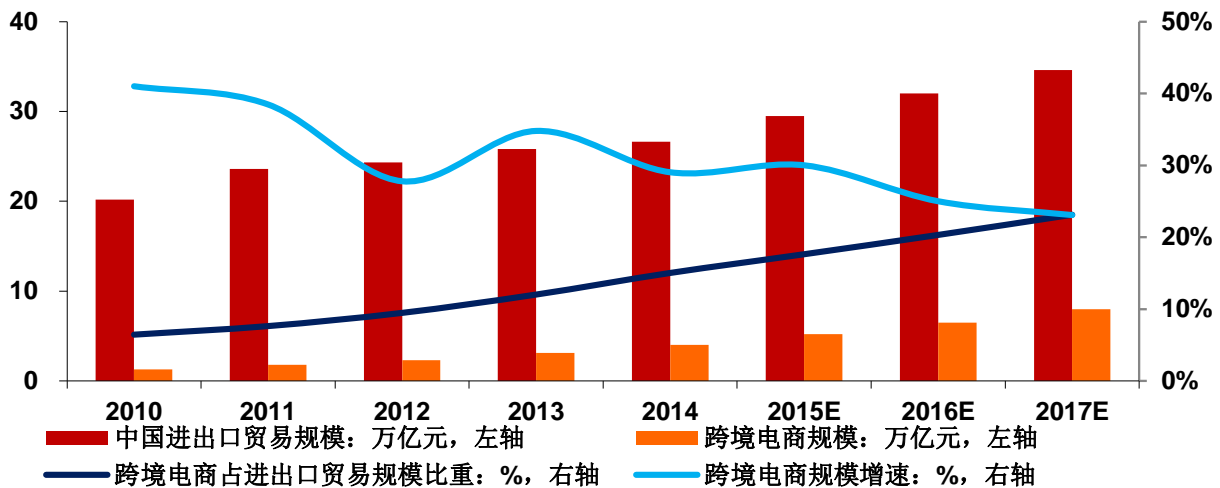
■ **未来趋势：单一品类模式、全品类模式。**

- **单一品类模式**：以具有专业深度的优质服务、营销为支撑，拓展品牌集合店。强化服务和营销最终实现品牌组合运营，是单一品类代运营公司模式演变盈利提升的优选路径。以杭州悠可和杭州网创等为例，单一品类代运营公司获取品牌信赖和顾客流量的要诀在于，优质的服务和强大的营销能力，以此为基础，代运营公司可由品牌代理拓展为独立集合店运营。以美国化妆品集合店 Ulta 和国内聚美优品为例，专业品牌集合店可有效摊薄运营成本，协同不同品牌顾客的消费需求，最终实现盈利能力提升和渠道壁垒树立。
- **全品类模式**：以品牌资源为支撑，与平台联盟及自营尾货平台。向下游消费者延伸和提高同品牌粘性，是全品类代运营公司模式演变的重要原则。以美国 GSI 和中国宝尊为例，全品类全渠道代运营公司发展有一定阶段，均获得下游平台型零售商战略入股，并且拓展独立限时尾货促销平台。一方面，平台型企业拥有的用户流量和代运营企业拥有的品牌资源有效结合，使得这两个共生体实现利益协同共享；另一方面，自营尾货平台，满足品牌尾货处理诉求增强代运营盈利能力的同时，强化同品牌的粘性。

渠道扁平化优势和政策支持带动跨境进口电商高速发展

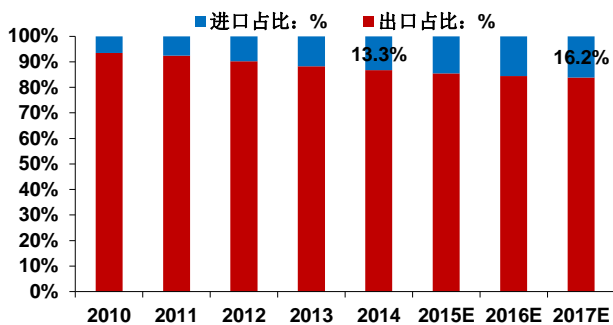
- **跨境电商高速发展，其中跨境进口电商增速最快。**2014年全国进出口贸易为26.6万亿元，同比增长3.2%，其中跨境电商为4万亿元，同比增长29%，渗透率为15%。根据艾瑞咨询，在跨境电商中，B2B和B2C业务分别占比92.4%和7.6%，出口和进口分别占比86.7%和13.3%，从趋势上来看，B2C和进口占比逐年提升。2015-2017年，进口电商（2014年规模为5320亿）复合增速预计为34.55%，出口电商（2014年规模为3.5万亿）复合增速预计为24.57%。

图表 20: 跨境电商规模、增速及渗透率



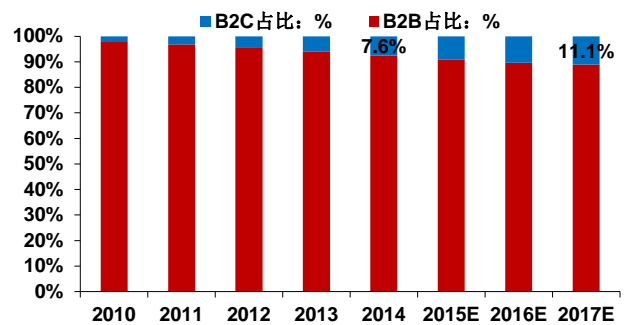
来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 21: 进口占比逐步提升



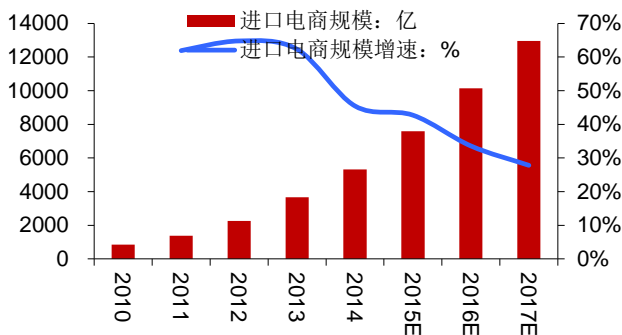
来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 22: B2C 占比逐步提升



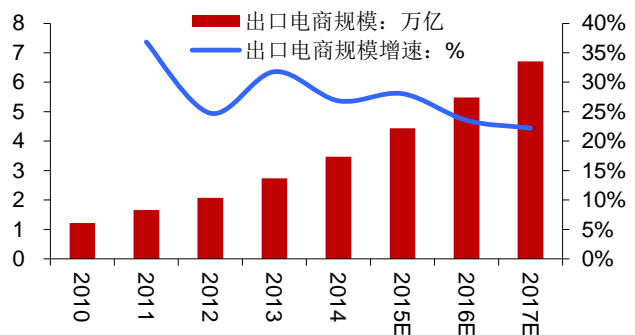
来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 23: 进口电商未来三年 CAGR 34.55%



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 24: 出口电商未来三年 CAGR 24.57%



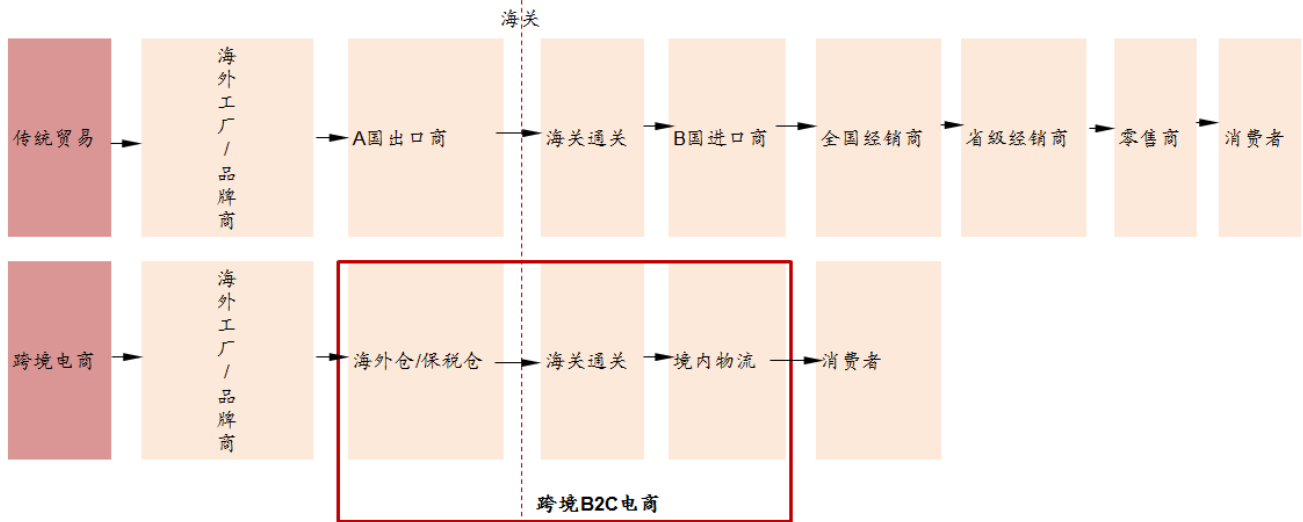
来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

■ 进口电商增速较快的核心原因在于 1) 渠道扁平化带来的时间成本和采购成本

优势 2) 海外商品资源的稀缺性与丰富程度 3) 税收、通关等政策面的支持。

- **渠道扁平化。**在传统贸易流程中，海外商品从发货到消费者手上需要通过出口商、进口商、国内经销商、零售商等环节，而目前的跨境 B2C 电商模式无论在时间（缩减中间流程减少耗时）还是采购成本（减少了层层加价）上均具备明显优势。

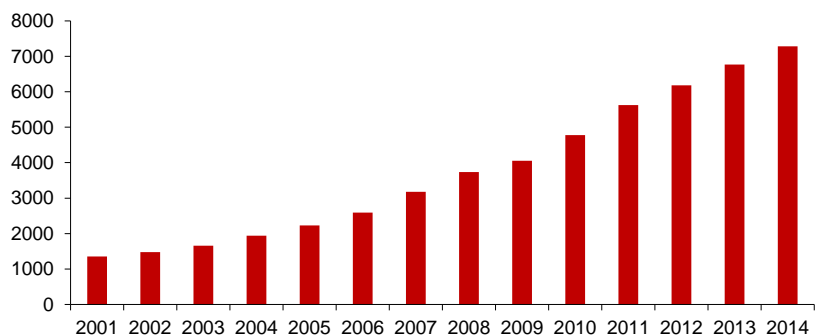
图表 25：传统进口与跨境进口电商区别



来源：中泰证券研究所

- **海外商品资源的稀缺性与丰富程度。**2014 年中国人均 GDP 约 7300 美元，中产阶级消费崛起，对于海外母婴用品、高端食品等品质更为信任，而鞋服箱包和化妆品由于价差较大具备亦是主要进口商品品类。

图表 26：中国历年人均 GDP：美元



来源：国家统计局，中泰证券研究所

- **税收、通关等跨境电商政策面支持。**在税收上，国家对于进口个人物品收取行邮税，应缴税额 50 元以下免税。此外，在通关流程上更为简化，进口个人物品收取行邮税（海外直邮/保税区发货），相比一般贸易需收取的关税、消费税、增值税而言，价格更具备优势。

图表 27：2012 年以来重点跨境电商政策

时间	政策	内容
2012年8月	国家发改委对跨境贸易电子商务服务试点项目的批复	批准同意上海、杭州、郑州、宁波、重庆五个城市作为国内首批开展 跨境贸易电子商务试点城市 ，2012年12月，试点工作全面启动。2013年起试点区域逐步推广至广州、深圳、青岛、平潭等十余个城市。
2013年8月	国务院《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》	建设 跨境电子商务通关服务平台和外贸交易平台 ，实施与跨境电子商务相适应的监管措施，鼓励电子商务“走出去”。
2013年8月	商务部等部门《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	发布从 清关、检验检疫、结售汇、支付、税收 等方面鼓励跨境出口零售的原则性意见。
2013年11月	商务部《关于促进电子商务应用的实施意见》	提出推动跨境电子商务创新应用的原则性意见。
2014年1月	财政部、国税总局《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》	明确出口跨境零售的增值税、消费税退（免）优惠政策的适用条件 ，而适用企业是指自建跨境电子商务销售平台的电子商务出口企业和利用第三方跨境电子商务平台开展电子商务出口的企业。。
2014年2月	海关总署12号文《关于增列海关监管方式代码的公告》	增列海关监管方式代码“9610”，全称“ 跨境贸易电子商务 ”。
2014年3月	海关总署《关于跨境贸易电子商务服务试点网购保税进口模式有关问题的通知》	明确完税价格确认的实施细则，规范保税进口模式 ，事实上是对海关总署2012年7月下发的《海关总署公告2010年第43号（关于调整进出境个人邮递物品管理措施有关事宜）》进行了重申，监管上并没有额外的放宽或加强。
2014年5月	《关于支持外贸稳定增长的若干意见》	提出使跨境电商便利化的原则性意见。
2014年7月	海关总署56号文《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》、57号文《关于增列海关监管方式代码的公告》	增列海关监管方式代码“1210”，全称“ 保税跨境贸易电子商务 ”。
2015年3月	国务院《关于同意设立中国（杭州）跨境电子商务综合试验区的批复》	杭州综合试验区着力在跨境电商交易、支付、物流、通关、退税、结汇等环节的技术标准、业务流程、监管模式和信息化建设等方面先行先试。打造跨境电子商务完整的产业链和生态链。
2015年6月	国务院办公厅《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	支持跨境电子商务零售出口企业加强与境外企业合作，通过规范的“ 海外仓 ”、 体验店和配送网店 等模式，融入境外零售体系。培育一批知名度较高的自建平台。优化跨境电子商务海关进出口通关作业流程。利用现有财政政策，对符合条件的跨境电子商务企业走出去重点项目给予必要的资金支持。
2015年7月	国务院常务会议部署推进跨境电商和外贸综合服务企业发展	提高口岸通关效率，推动全国一体化通关，加快复制推广自贸试验区的贸易便利化措施，在 沿海各口岸开展国际贸易“单一窗口”试点 ，加快出口退税进度。
2015年7月	国务院办公厅《关于促进进出口稳定增长的若干意见》	推进中国（杭州）跨境电子商务综合试验区建设。抓紧启动扩大市场采购贸易方式试点工作，将江苏海门叠石桥国际家纺城、浙江海宁皮革城列入试点范围。制订支持外贸综合服务企业发展的政策措施。

来源：网络资料整理，中泰证券研究所

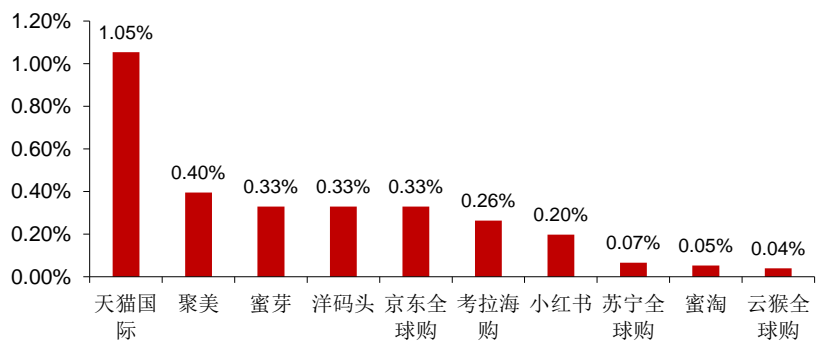
图表 28：一般进口贸易和跨境进口电商在商品价格上区别

一般进口贸易		跨境进口电商	
到岸价：元	2560	到岸价：元	2560
加：关税：10%	256		
加：消费税：30%	1207	加：行邮税：50%	1280
加：增值税：17%	684		
完税成本：元	4707	完税成本：元	3840
		折价率：%	18%
		折价金额：元	867

来源：中泰证券研究所

- **进口电商领域竞争格局较为分散，集中度有待提升。**2014 年是进口电商元年，甚至不少企业 2015 年才开始布局进口电商领域，目前行业集中度较低，预计份额第一的天猫国际 2015 年 GMV 为 80 亿，仅占行业规模 7600 亿的 1.05%。目前仍有较多人群以“人肉”代购渠道为主，海淘阳光化、正规化以及电商平台购物习惯和信任度需要逐步培养。

图表 29：2015 年预计各进口电商 GMV 市占率情况



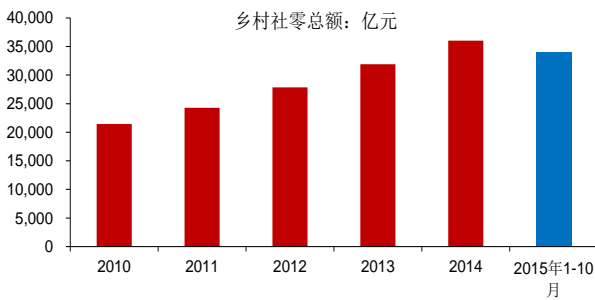
来源：中泰证券研究所 注：2015 年 GMV 根据调研情况预测，具体以公告为准

- **进口电商核心竞争力为商品力、仓储物流、互联网运营能力。**1) **海外商品力** 是否丰富和稀缺对于消费者粘性的影响非常大。2) **仓储物流**：进口电商在海外仓和保税仓的建设以及 IT 系统与各海关的对接程度直接决定了商品配送所需要的时间，是购物体验的核心要素。3) **互联网运营能力**：目前一级市场上蜜芽（聚焦母婴品类）、洋码头（C2C 平台直播边走边买）、小红书（社交圈用户上传内容宣传）等企业线上营销能力突出，因此其线上销售额亦有不俗表现。

前期供应链布局落后，农村电商市场待深耕

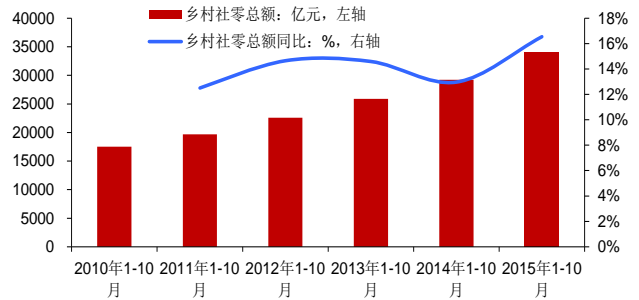
- **农村零售市场规模巨大，同比增速现反弹。**农村社会消费品零售总额从2010年的2.14万亿元上升至2014年的3.60万亿元，每年的增速均保持在13%以上。根据国家统计局的数据，2015年1-10月份的农村社会消费品零售总额为3.41万亿元，同比增速达16.5%，回升显著。

图表 30: 2010-2015 年农村社零总额 (亿元)



来源：国家统计局，中泰证券研究所

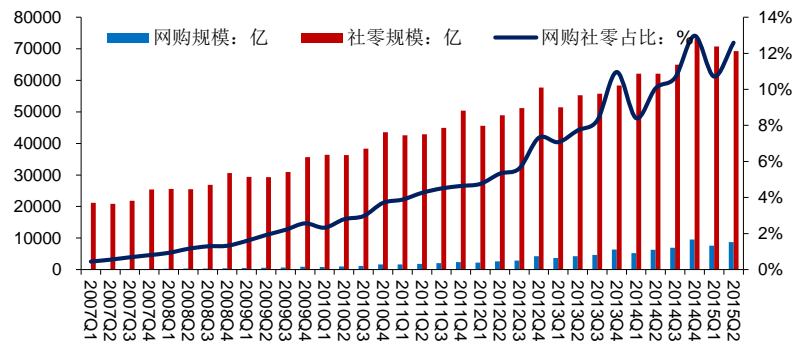
图表 31: 农村社零 1-10 月总额及同比增速



来源：国家统计局，中泰证券研究所

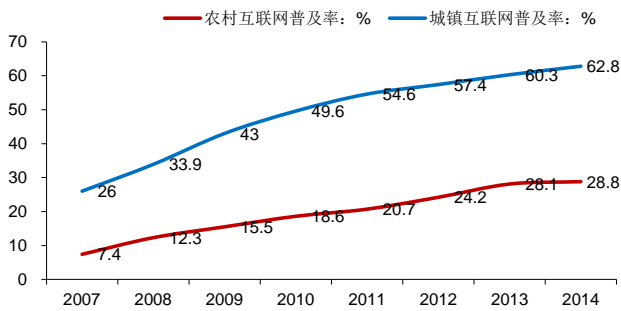
- **农村网购社零占比远低于全国水平，互联网普及率、网民网购使用率双低是主因。**2014年年末，全国网购社零占比为13%。农村零售市场虽然规模巨大，但仍以传统商贸流通为主，商务部门数据显示2014年农村网购规模为1800亿元，考虑到2014年农村社零总额3.61万亿元，即2014年农村网购社零占比为5%，远低于全国水平。与此同时，农村互联网普及率和网民网购使用率双双大幅低于城镇水平，这在一定程度上限制了农村线上零售渗透率的提升，但2014年农村网购使用率回升较为明显。

图表 32: 2007-2015 年全国网购规模、社零规模及网购社零占比



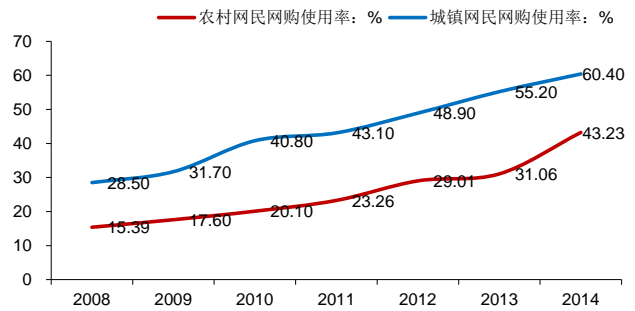
来源：中国互联网络信息中心、艾瑞咨询、wind 资讯，中泰证券研究所

图表 33: 2007-2014 年度城乡互联网普及率



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

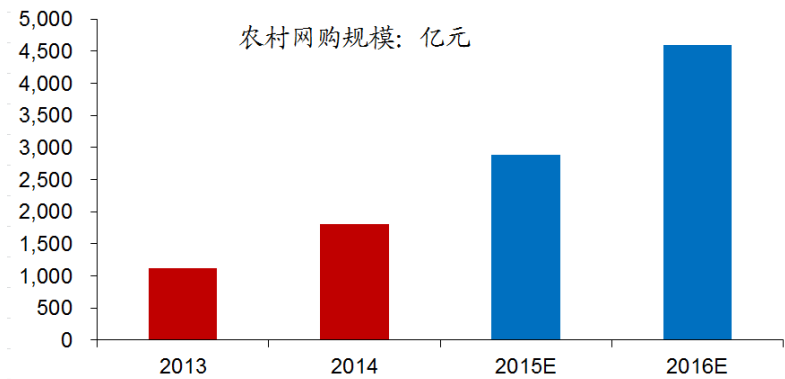
图表 34: 2008-2014 年度城乡网民网购使用率



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

- 针对互联网普及率、网民网购使用率双低的现象, 若能对症下药, 农村互联网零售渗透率上升潜力巨大。根据阿里研究院预测, 2016 年农村网购规模将大幅升至 4600 亿元。

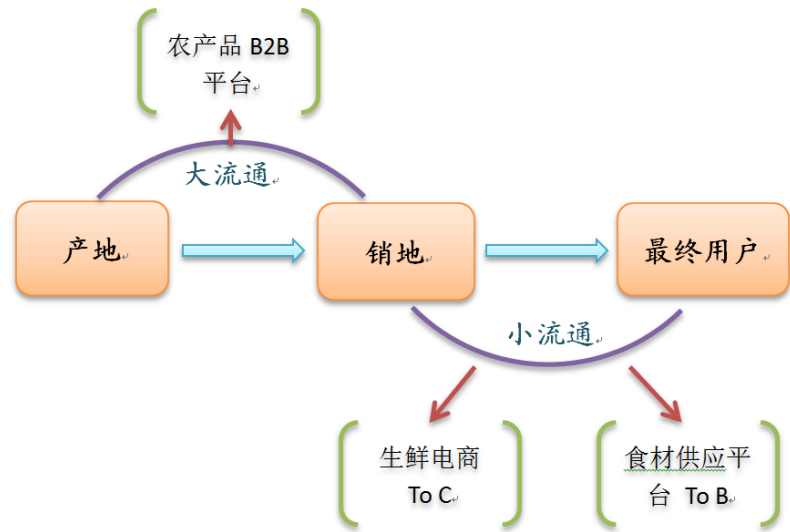
图表 35: 农村网购规模未来两年 CAGR 60%



来源: 商务部, 阿里研究院, 中泰证券研究所

- 农村电商的发展涵盖“进城”和“下乡”两大主线。
- “进城”主要指农产品进城, 其核心是解决农产品流通的效率问题, 由农产品流通可以衍生出不同的商业模式。

图表 36：农产品流通及其衍生的商业模式



来源：中国电子商务研究中心，中泰证券研究所

- 农产品 B2B 平台是大流通，生鲜电商（To C）和食材供应平台（To B）是小流通，三种商业模式有着不同的现有价值和演变路径。我们认为，无论大小流通，**流通环节扁平化、实现规模优势**是未来大趋势。

图表 37：农产品进城三种商业模式介绍

模式	涉及环节	现有价值	难点	未来趋势	代表品牌
农产品B2B平台	产地、贸易、物流	压缩农产品流通环节，降低信息不对称	如果仅靠补贴引导交易到平台上，而没有其他更多的衍生模式，价值创造有限	上游贴近产地，下游贴近终端客户，依靠环节缩短和规模优势来黏住客户。	
生鲜电商 (To C)	在线营销、供应链	利用高效的供应链完成高质量的交付	物流成本过高	社区店的设立，大大降低生鲜的配送成本，并满足体验需求，因而使得大众生鲜食材配送成为可能。	
食材供应平台 (To B)	在线营销、供应链	提升餐饮食材市内交付的供应链效率	价值创造有限	往上游走，通过做大规模后往产地拿货，在产地进行分级，以获得更大的利润空间。	

来源：中国电子商务研究中心，中泰证券研究所

- “下乡”，尤其是指科技和服务的下乡，其核心是解决农业生产的效率问题。具体来说借助电商，向农村引入科技含量高的生产资料和技术、提升农业生产管理的信息化程度、引入金融保险服务等。农村电商发展前期，我们更看好**农资电商及金融保险服务**，因为前者用户基数广、市场规模大，而后者农民需求较为强烈、并能显著推动农业生产。

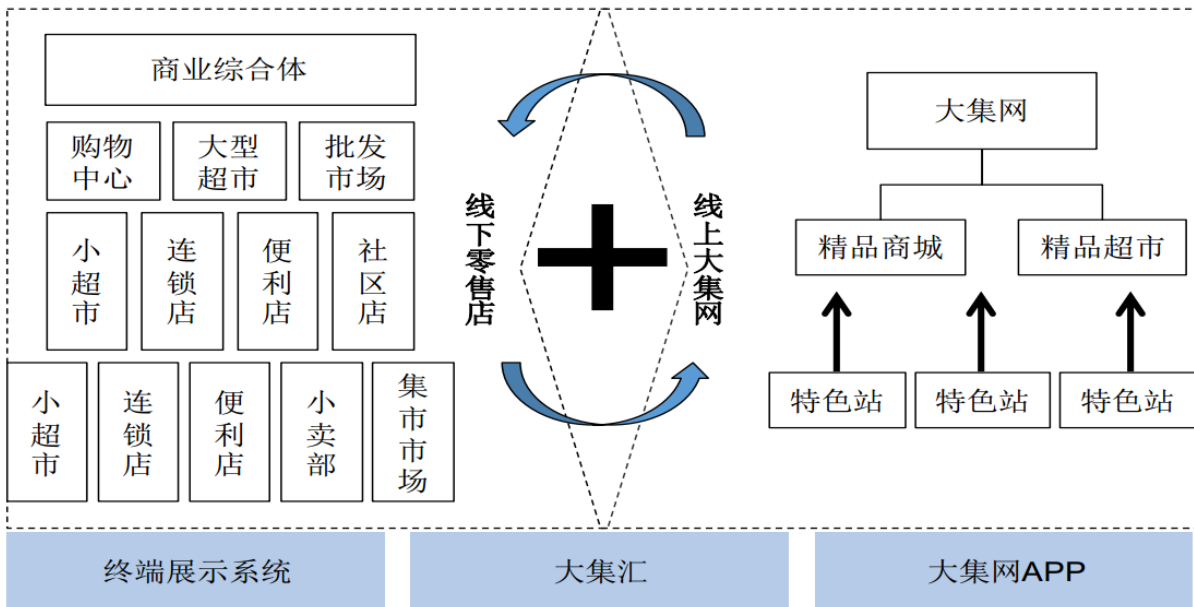
图表 38：科技和服务下乡六种商业模式

模式	现有价值	难点	代表品牌
农技服务	搭建农户与农技专家的平台，为农民提供农业技术指导服务	普通农户的付费意识和能力弱	
农资采购和升级	通过农资O2O平台直接对接厂商和用户，能优化资金周转效率、提升物流的计划性，所以可帮助农民买到便宜保真的农资。	2014年后，农资电商平台如雨后春笋般涌出，目前已是一片红海	
生产管理信息化	SaaS软件帮助农户提升种养效率	对于种植市场来说，集约化的程度仍太低，目前做SaaS管理工具仍偏早	
土地流转服务	为农户的土地流转提供交易平台，配套相关的价值评估、金融、法律服务		
金融保险	农业生产周期长、资金周转慢，农户的金融需求旺盛	征信数据缺失、财产不具备抵押条件	
劳务组织	农业用工的组织存在需求时点集中、招聘渠道缺乏、法律手续不规范等痛点		

来源：中国电子商务研究中心，中泰证券研究所

- 农村具备独有的“熟人乡邻”生态环境，因而已深入农村内部、具备较强供应链能力的企业具备先发优势。西安民生拟以非公开发行共支付对价 268 亿元收购供销大集控股 100% 股权，实现供销社资源登陆 A 股上市。供销大集控股是海航集团和新合作集团共同投资成立的股权投资公司，其中新合作集团是中国供销集团重要成员企业之一。
 - **先发优势：**供销大集拥有广泛分布于三四线城市及乡镇级农村地区的零售终端，乡镇的线下资源优势是未来发展的基础；与此同时，供销大集已形成较为完善的销售网络体系，在网络密集区域及未来连锁商贸业务重点发展区域，已陆续启动了一批物流园区项目的建设。
 - **参与模式：**西安民生将统筹规划实体经销网络、物流配送网络、电子商务网络“三网”布局，打造全国性为“三农”提供综合服务的线上线下 O2O 商品流通平台，实现农产品进城和日用消费品下乡的双向流通机制。

图表 39: 供销大集 O2O 体系

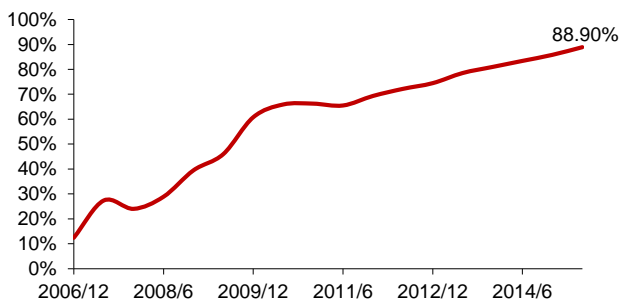


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

社交电商方兴未艾, 去中心化掘金社交场景

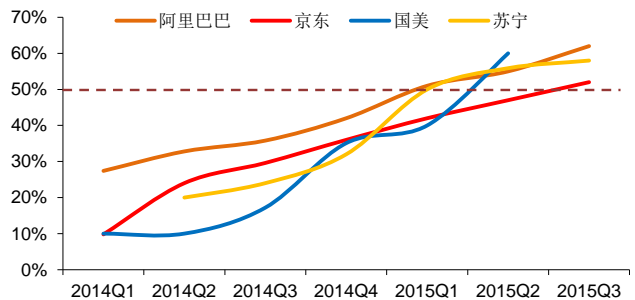
- **得移动端得天下已成不争事实。**智能手机的普及使得众多 PC 端网购人群逐步转移其消费习惯至移动端, 未来电商比拼的移动端消费已成不争事实。截止 2015H1, 全国网民数量为 6.68 亿, 其中手机网民数量达 5.9 亿, 网民移动端渗透率达 88.90%。2015Q3, 阿里/京东/苏宁移动端占比全部超过 50%, 分别为 62%/52%/58%。

图表 40: 中国网民移动端渗透率



来源: 中国互联网络信息中心, 中泰证券研究所

图表 41: 各大公司移动端占比均突破 50%

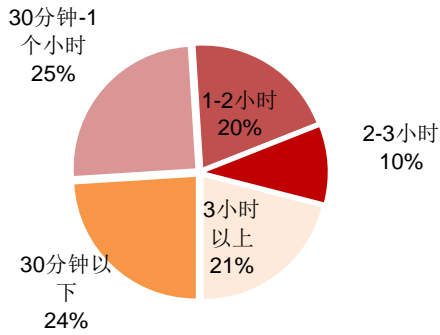


来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

- **移动端使用占比持续提升下, 移动社交使用时间更为碎片化, 用户倾向于寻找自己的兴趣圈子。**根据速途研究院, 用户平均每天在移动社交中使用的分布中, 30 分钟以下的用户占到了 24%, 30 分钟-1 个小时的用户占 25%, 1-2 个小时的用户有 20%, 2-3 个小时的用户有 10%。而 3 个小时以上使用时长的用户“反常”的占到了 21%, 可见如今移动社交已经在用户的生活中扮演了相当重要的角色, 用户们愿意在这方面花费较多的时间。这也反映了在互联网时代

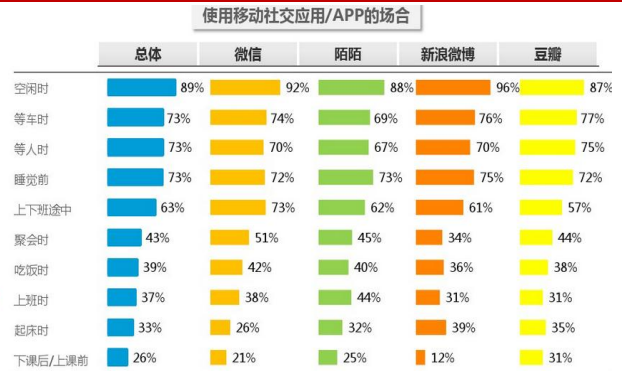
人们对于网络社交的依赖。移动社交环境下，用户的使用时间场景非常碎片化，空闲时、等车时、睡觉前、上下班途中使用社交概率均超过 50%，余下场景还包括聚会时、吃饭时、上班时、起床时、下课后/上课前等。在微信、陌陌、微博、豆瓣等社交软件内，大部分用户（超过 90%）回去寻找自己兴趣范围的圈子，因此社交场景是一个使用时间碎片化、用户需求个性化的环境。

图表 42：2014 年国内社交用户每天使用时间



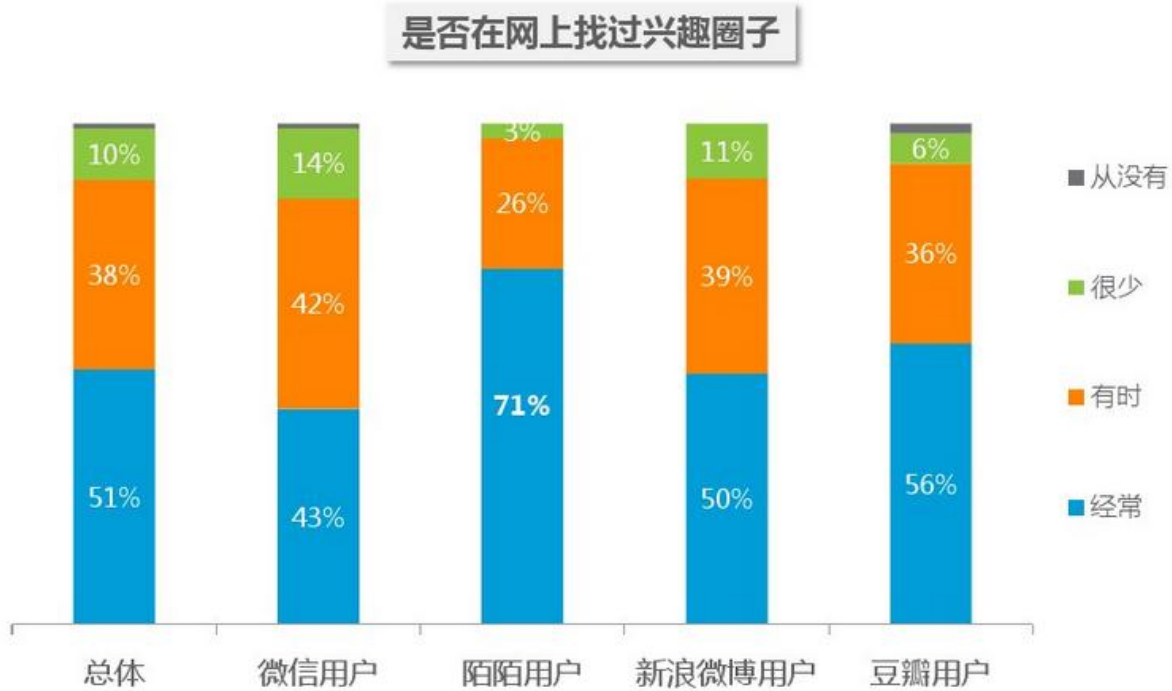
来源：速途研究院，中泰证券研究所

图表 43：移动社交使用时间场景非常碎片化



来源：尼尔森，中泰证券研究所

图表 44：社交场景下用户更多会尝试寻找自己的兴趣圈子



来源：尼尔森，中泰证券研究所

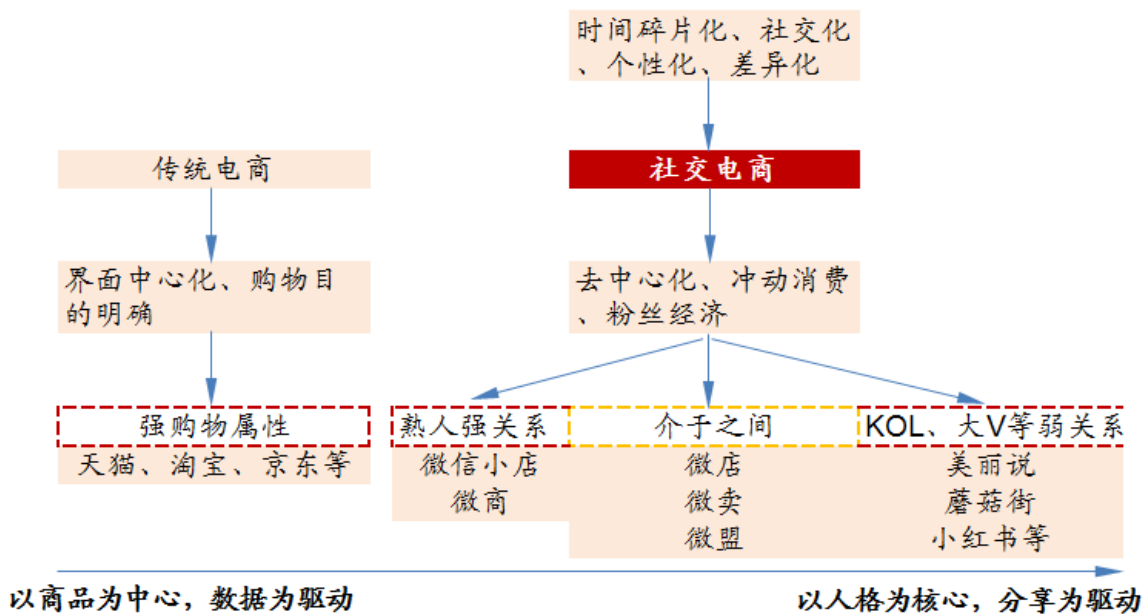
■ 社交电商去中心化环境满足消费者时间碎片化、社交化、个性化等需求。

➢ 传统电商发展路径主要是由于互联网+带来的去中间环节造成的购物便利性以及具备吸引力的价格体系，在传统电商平台如天猫、淘宝、京东等购物的消费者购物目的明确，中心化的界面方便满足其消费需求，各购物平

台均为以商品为中心，数据为驱动的经营模式。

- **社交电商**的兴起一方面由于淘宝平台（C2C 处垄断地位）的长尾卖家无法在平台上获得足够的曝光及优势卡位，而销量靠前的卖家亦需要支付昂贵的直通车或类似的费用使得利润率被降低，但这部分卖家可以在新兴的社交电商渠道上发展，通过差异化、专业性等特征实现弯道超车；而更重要的是另一方面，移动端社交场景用户规模巨大，用户的时间碎片化、社交化、个性化需求可以在去中心化的环境中（重度垂直、长尾等领域）被满足，与传统电商不同，社交电商是以人格为核心，分享为驱动的社交化模式。

图表 45：社交电商与传统电商的区别以及代表平台



来源：中泰证券研究所

■ 根据我们对于现有社交电商的理解，基本可以分为三类：**熟人强关系、KOL（Key Opinion Leader）大V等弱关系和介于两者之间类型。**

- **熟人强关系：**这种类型社交电商主要存在于微信、微博、QQ 以及基于这些平台的卖家，其主要在朋友圈等相对封闭的环境之内对朋友等熟人进行传播。就目前来看，微信小店以及微商处于这种模式内。我们认为，在相对封闭环境内（亦可分享在微博等开放平台），社交电商的影响力较弱（被屏蔽，关注度不高），社交环境只能为平台提供长尾后端流量，起不到决定性作用。
- **KOL、大V等弱关系：**“网络红人”简称“网红”，他们是集大V、意见领袖（KOL）、达人于一身的社交狂人，他们可以利用自己在某些领域的影响力（专业性、“逼格”、性格、情感等粉丝共鸣要素）来变现，在纷繁的电商平台上给予“粉丝们”意见，促使冲动消费、粉丝消费、归属感消费等。这种模式往往社交属性更强，通过弱关系（陌生人、网友）强影响力的去中心化社交环境来促成购物的发生。目前蘑菇街、美丽说、小红书等APP均采用类似模式来“吸粉”，是目前市场上最为典型的社交电商平台。

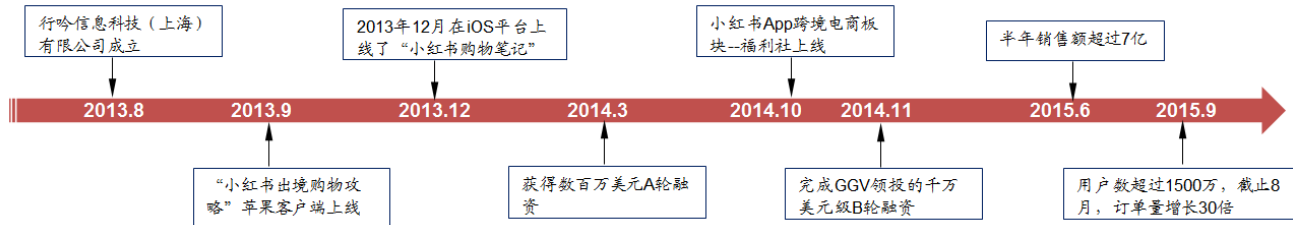
我们认为，这类平台的相对强社交性、弱购物属性（弱化卖家特征），在购物平台泛滥的环境下有望独树一帜，发展迅猛，开拓社交电商新兴蓝海市场。

图表 46：弱关系下小红书、蘑菇街、美丽说注册用户和 GMV 信息

社交电商	2015年最新注册用户数：万	用户画面	GMV规模预计
小红书	1500	50%是90后，82%是85后，90%是女性用户	2015年上半年GMV超过7亿
蘑菇街	13000	绝大部分用户来自于20岁至30岁的年轻女性	截至2014年11月，月均交易额已突破3亿元，并已提前完成30亿交易额的全年目标
美丽说	10000	“85后”、“90后”用户比例高达80%以上	美丽说2014年全年商品成交总额大概56亿人民币，2015年预计能到150亿人民币

来源：网络资料整理，中泰证券研究所

图表 47：社交跨境电商小红书时间轴，发展迅猛



来源：网络资料整理，中泰证券研究所

- **介于两者之间：**除了上述两种模式之外，剩下的社交电商模式便是介于两者之间的模式，**微店、微卖和微盟**属于这类模式之内。微店和微卖可方便用户在短时间内开店（淘宝手机开店需要用户认证，部分商品需要交纳保证金，较为麻烦），商品可在微信、QQ、朋友圈和微博等平台进行分享，较微商和微信小店更为开放，可借助达人通等元素在社交平台上传播，但产品本身社交属性要弱于蘑菇街、美丽说、小红书等模式，购物属性较强。我们认为，这类平台在开店流程上较为简单（3分钟之内可完成），适合差异化长尾商品的销售，营销上借助社交平台上的大V、KOL等“网红”迅速推广，对于原淘宝等平台长尾卖家较具吸引力，分销抽佣的盈利模式较为清晰，不过未来平台需要在粉丝运营和流量变现上寻找平衡点，否则粉丝群体弱化长期将导致其会成为移动端的淘宝平台。

线下：回归零售本质，超市业比拼商品供应链和服务

行业联合采购元年，打破区域型多层次低效供应链结构

- **两大联合采购集团（步步高、永辉）推动超市行业实现联合采购实质性进展。**由于国内行业内一直存在着区域分割化严重的情况，每一个区域都有一个较为强势的企业，在网购规模还不大的情况下能够享有区域渠道垄断优势，通过固有的长链条分层级经销体系牢牢控制住唯一的线下渠道，而一旦电商规模兴起，其无区域分割的模式使得零售企业原本掌握线下区域渠道垄断优势瓦解，原有

的壁垒消失殆尽。因此只有推进联合采购，打破区域型多层次低效供应链结构，行业才能获得单位采购成本降低，优势商品供应商资源（尤其是海外商品资源）共享，建立起对抗电子商务冲击的护城河。

- **永辉联合采购集团：**至 2015 年 4 月受让联华超市 21.17% 股权起，永辉超市领衔的采购集团（包括永辉超市、中百集团、联华超市、牛奶国际）联合采购规模超过 1000 亿，通过牛奶国际海外商品供应商资源迅速加大海外商品供应链布局。永辉在北上广深布局的 BRAVO 绿标店、新开发的会员店（进口商品占比较高）将受益于该联合采购战略的实施，同时中百集团、联华超市（11 月董事会成员大幅调整，永辉董事长新获非执行董事及战略委员会成员席位）未来业绩扭亏将为永辉贡献投资收益业绩提升增量。
- **步步高联合采购集团：**2015 年 11 月，步步高、家家悦、天虹、美特好、兴隆大家庭、上海城市超市、尚品汇、庆客隆等 23 家企业齐聚武汉，共同发起全球联采众筹平台。若按照销售规模来计算，上述企业销售合计超过 2300 亿。以步步高旗下湖南腾万里供应链管理有限责任公司为枢纽完成众筹资金流与商品流的运作。于公：帮助更多中小零售商向海外拓展供应链，提升商品力；于私：让更多实体店接纳并采用云猴平台，向整合全国实体店的战略进一步迈进。

图表 48：全国两大联合采购集团

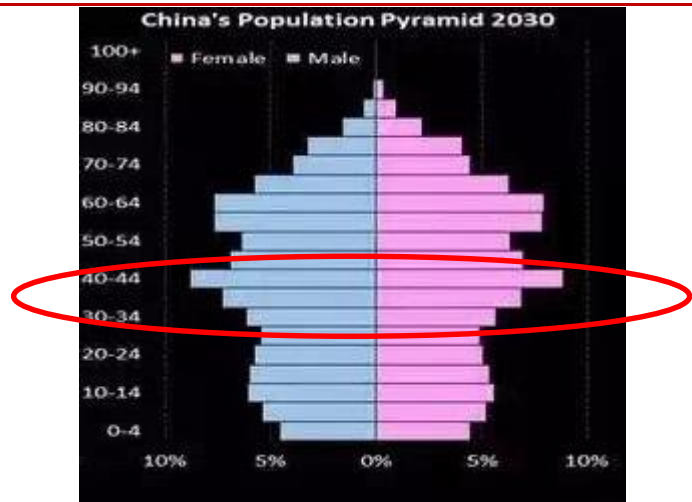
联合采购发起者	联合采购集团成员	联合采购规模：亿	对公司影响
永辉超市	永辉超市、中百集团、联华超市、牛奶国际	1000	保证 BRAVO 绿标店、会员店丰富进口商品资源，通过优势资源共享帮助中百、联华逐步扭转业绩，提升投资收益
步步高	步步高、家家悦、天虹、美特好、兴隆大家庭、上海城市超市、尚品汇、庆客隆、三江购物、秦皇岛兴隆广缘、贵州合力、邯郸阳光百货、顾客隆、长春欧亚、北京超市发、河北美食林、河南裕隆、山西博源、合肥百货大楼集团、北山商业连锁、武汉南浦、烟台振华、北京华冠等 23 家	2300+	让更多实体店接纳并采用云猴平台，向整合全国实体店的战略进一步迈进

来源：公司公告，网络资料整理，中泰证券研究所

消费者结构变化驱动超市业标准化、餐饮化、国际化

- **90 后为未来 10-20 年的主流消费人群。**由于消费者结构逐步发生变化，超市业将面临新型消费者需求，未来 10-20 年，主流消费者出生年代由 70 年代前后出生人群转变为 85 年-00 年（2030 年为 31 岁-45 岁）。

图表 49：2030 年中国人口结构：主流消费者为 85-00 年出生人群

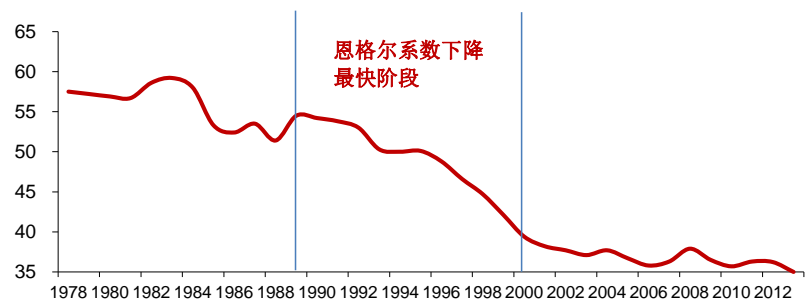


来源：U.S. Census Bureau，中泰证券研究所

■ **90 后人群主要风格为 1) 更愿意为服务付费；2) 宅、懒文化；3) 寻求小众消费市场。**

➢ **更愿意为服务付费。**恩格尔系数衡量食品支出占个人消费支出的比重，亦可以理解为生存性消费需求占比，根据国家统计局数据，中国城镇居民家庭恩格尔系数下降最快的阶段为 80 年代末期-2000 年，因此 90 后人群普遍出生在家庭物质生活较为丰富，这与目前主流消费者（70 年代前后出生的人群）有着显著的差异。我们认为，由于童年生活环境的不同使得消费者由此前的愿意为商品本身付费转变为愿意为商品+服务付费。比如近年来火爆的外卖服务（大众点评、饿了么、百度外卖、美团）直接体现出入世未久的 90 后人群消费需求特征。

图表 50：中国恩格尔系数下降最快阶段为 80 年代末-00 年



来源：国家统计局，中泰证券研究所

➢ **宅、懒文化。**除了上述提到的外卖需求外，新消费人群自主做饭占比逐步减少或者可支配在上面的时间较少，因此超市业若能够提供新型消费者需求解决方案将具备吸引新型消费者的核心竞争力。

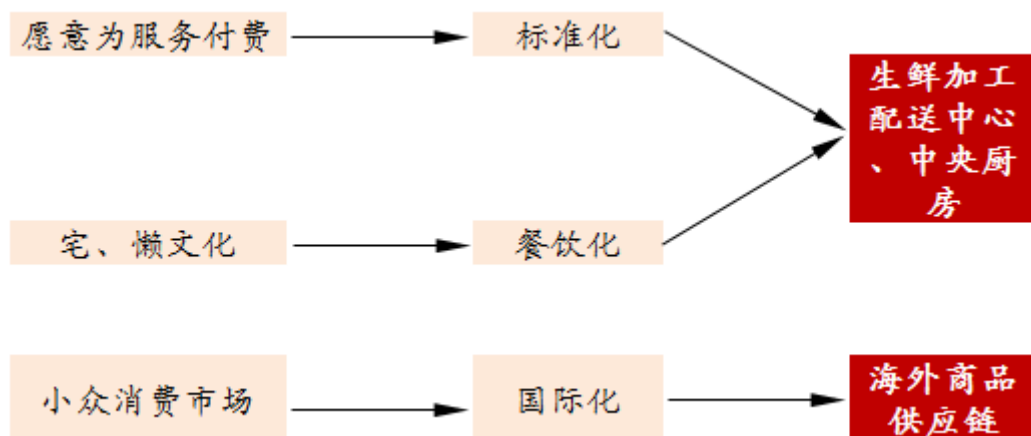
➢ **寻求小众消费市场。**90 后出生成长于物质比较丰富的年代，他们的消费将

不再追求单纯的品牌；他们希望自己与众不同，寻求小众的消费市场，因此若超市业可以提供稀缺高品质的小众化商品（海外商品多具备这一要素），将有能力提升消费者粘性。

■ **标准化、餐饮化、国际化是超市业满足新消费者需求的核心要素。**之前所提到90后三大特征（更愿意为服务付费；宅、懒文化；寻求小众消费市场）是促使超市业标准化、餐饮化、国际化的主要原因。

- **标准化：**由于90后消费者更愿意为服务付费，超市业商品标准化对于O2O服务配送服务格外重要，海外部分大型超市按件计价模式较为成熟。标准化一方面指的是生鲜类部分商品由之前按重量计价改为按件计价，这需要超市在后端的生鲜加工中心遴选品质相同，分量差别不大，质量较高的商品；另一方面也要求企业在供应链各环节包括采购、加工整理、上架销售等制定标准化过程和方法。要达到标准化需要企业得到后台的生鲜加工配送中心技术和规模化运作的支持。
- **餐饮化：**由于新型消费人群的在家做饭占比较小或者可支配在上面的时间减少（宅、懒文化），这将导致消费者对于纯食材的需求向购买加工品、半成品和成品转化。超市的泛餐饮化能够利用其规模化运作的中央厨房帮助消费者提供生活解决方案。**对于超市本身而言泛餐饮化相对餐饮行业亦有三大优势：**1) 超市单位租金低于餐饮酒店行业；2) 超市餐饮的食材来自于超市生鲜品的食材，资源共享和损耗消化优于餐饮行业；3) 超市餐饮对于毛利率要求并不高（行业平均毛利率约20%），远低于餐饮业50-60%的毛利率。与标准化要求类似，超市行业餐饮化需要后台的生鲜加工配送中心和中央厨房协同运作，具备这一优势的企业能够在餐饮化走在前沿。
- **国际化：**如上文所述，90后消费者更追求小众市场消费，而海外市场商品种类多样化正式满足这类小众需求，所以在海外商品供应链布局优势的企业，尤其是在独家供应商数量和买手团队规模、质量上有优势的企业具备这一核心竞争力。

图表 51：为适应新消费人群所需具备的后端核心竞争力



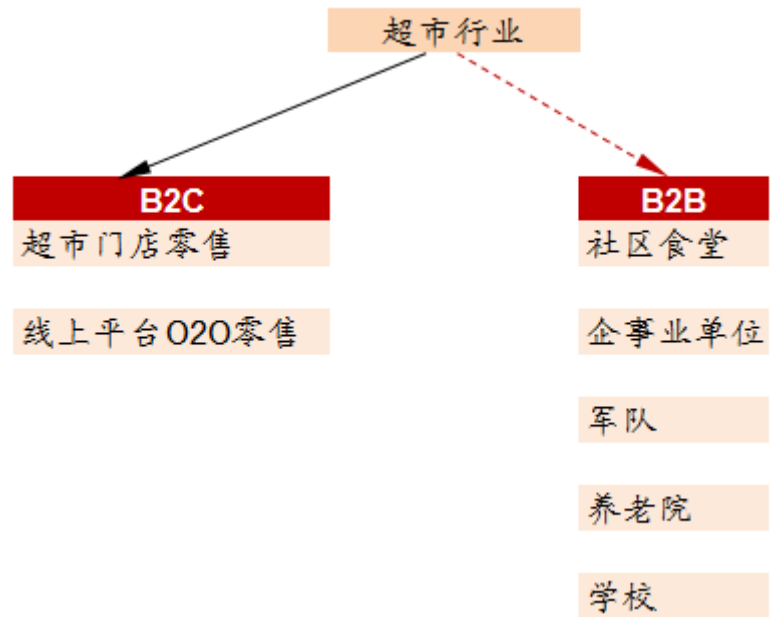
来源：中泰证券研究所

- **步步高**：步步高中央厨房的云通物流园区坐落于湖南省湘潭市岳塘经济开发区，占地 650 余亩，建有常温、家电、生鲜农产、冷冻冷藏、电商、B2B（含便利店）各类型仓库及中央厨房，仓储面积近 20 万平米，拥有常温、恒温、低温运输服务车辆 500 余台，为步步高数百家门店及客户公司提供包装、加工和仓储配送服务。库房内的中央厨房主要承担研发、生产、加工以及分拣配送业务，建筑面积 2.4 万平米。一楼为生鲜配送中心，根据各个店铺的生鲜订货内容，统一向产地、供应商或自采的渠道订货，经由配送中心统一验收、预冷、加工、分级、包装并配送到各门店。二楼为面包面点加工中心。三楼为米饭生产工厂。
- **永辉超市**：1) 公司重庆西永物流中心在二楼建设中央厨房（总面积约 2.2 万平米），预计 2016 年初投入运营；2) 公司增资蜀海公司：蜀海公司具备采购加工、信息管理和仓储运输等能力，主要为第三方餐饮企业提供完整供应链解决方案。目前，海底捞在北京市场的菜品供应基本由其负责。3) 2015 年 11 月底，永辉与京东到家 O2O 合作项目落地，从合作效果上来看，目前可帮助门店销售提升 6-8%，未来会继续增加。
- **三江购物**：公司 2015 年 8 月起与京东到家合作，基本在其奉化方桥生鲜加工仓储中心实现优质商品遴选，标准化处理，满足京东到家以件计价的 O2O 消费者购物需求。

供应链能力输出形成社会化 B2B 业务增量

- **超市行业新增 B2B 业务将提供不小业务增量**。由于中国正逐步进入老年社会，社区食堂和养老院在安全的生鲜商品规模需求逐渐增加。目前社会各种性质团体和机构对所属食堂采购的反腐和管控加强，迫切需要连锁超市提供安全、高品质和不支付“回扣”和其他灰色收入的相关食品已经成为社会共识。我们认为，未来部分企业随着生鲜加工配送中心和中央厨房的建设完善，其供应链能力社会化输出将提供较大规模的业务增量，我们积极看好在这类基础设施布局完善，运作体系标准化的企业。
 - **供应链能力社会化输出案例一：山东家家悦超市**。2015 年中国黄海演习中家家悦配餐中心以高品质、高安全、低价格，及配送速度及时到位的服务成为中国军队后勤保障系统社会化的成功范例，解放军总装备部和总后勤部已正式将家家悦配餐中心列入中国军队后勤保障系统。
 - **供应链能力社会化输出案例二：山东东营胜大超市**。胜大超市近年来开放生鲜加工配送中心向胜利油田机关、学校、医院、公安机关等食堂配送生鲜食材和调味品，目前生鲜加工配送中心向社会配送的销售额已经占到加工中心总配送额的一半以上。

图表 52：社会化 B2B 市场是超市行业新增量



来源：中泰证券研究所

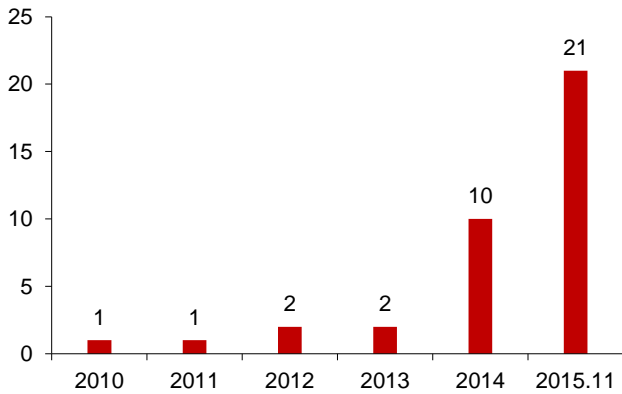
生态大融合竖立产业坚实护城河

京东、百度、阿里、腾讯等产业巨头投资多元化，建立自有生态圈

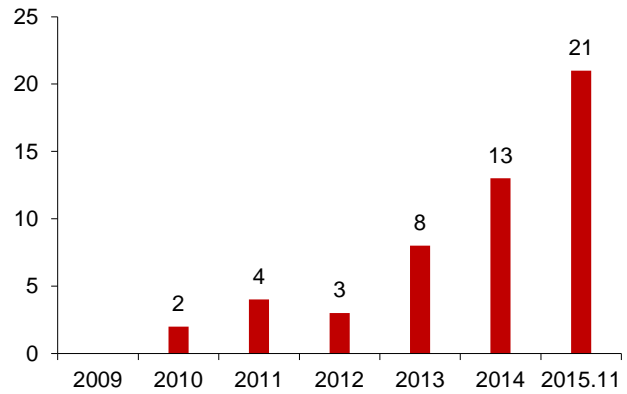
- 我们对于产业资本 JBAT（京东、百度、阿里、腾讯）自 2009 年以来的投资数量及趋势做了详细统计整理（见附录）。我们认为 JBAT 均通过生态圈的持续建设来帮助巩固其核心竞争力以及提升其商业壁垒。
 - 京东、百度：对外投资数量几乎仅为阿里、腾讯的一半，一定程度上受限于自身的体量和资金实力。
 - 腾讯、阿里：近期对外投资大约每年 30-40 家企业，而京东和百度不到 20 家。
 - 京东、百度 2014-2015 年对外投资数量相对增速更快，尤其是京东，2014 年全年为 10 家，截止 2015 年 11 月已达 21 家，成长迅猛，表明京东从自营电商走向综合平台类企业的高速发展进程。
 - 四家企业中历年腾讯对外投资量最多、最频繁，投资高峰为 2014 年达 48 家。

图表 53：京东历年对外投资数量

图表 54：百度历年对外投资数量



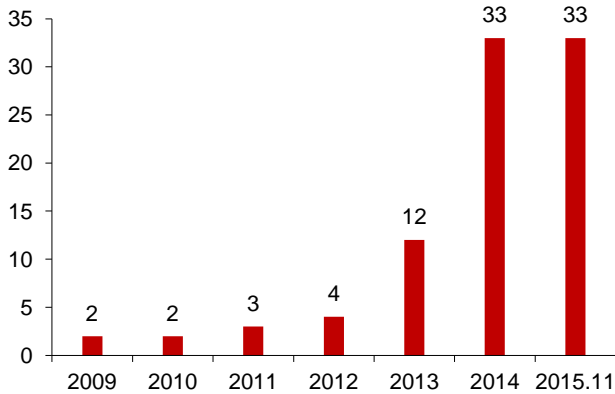
来源：IT 桔子，中泰证券研究所



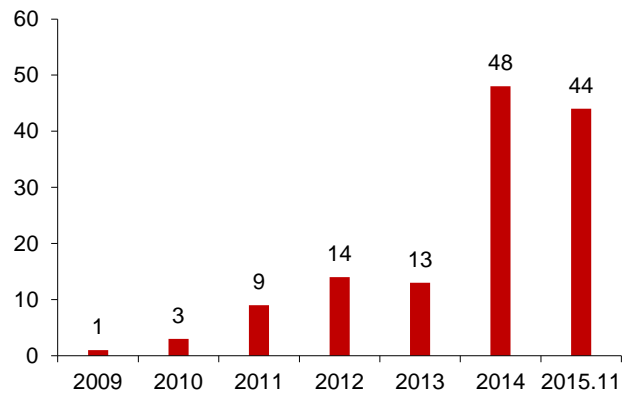
来源：IT 桔子，中泰证券研究所

图表 55：阿里历年对外投资数量

图表 56：腾讯历年对外投资数量



来源：IT 桔子，中泰证券研究所



来源：IT 桔子，中泰证券研究所

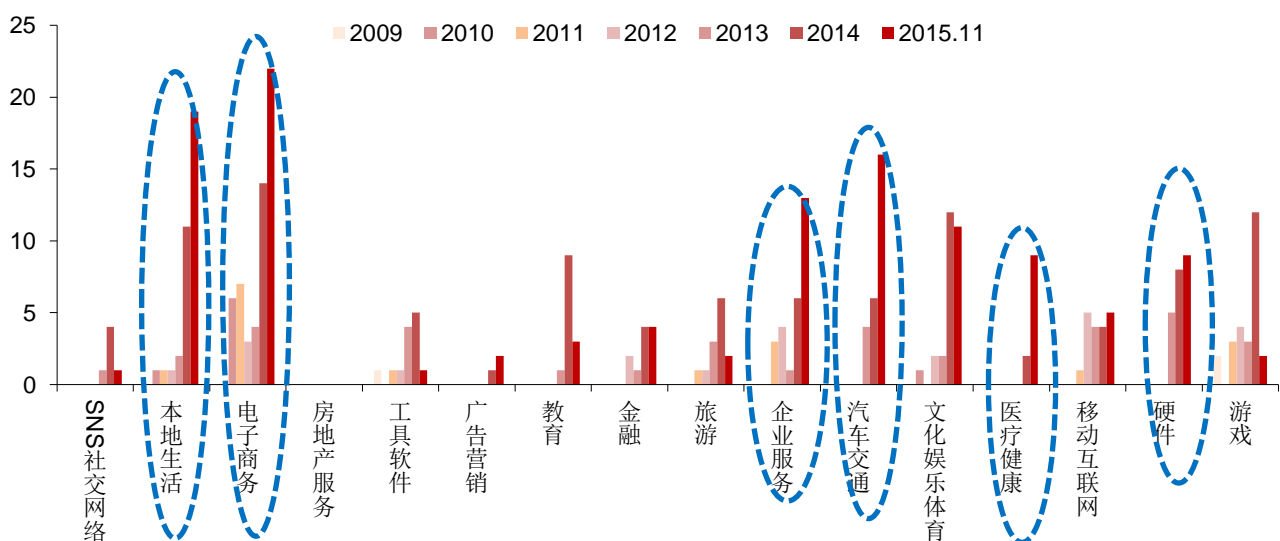
- **京东：**战略布局最为清晰，产业投资主要服务其四个方向的业务。1) 京东到家：本地生活服务包括永辉，饿了么、美食会服务京东到家外卖业务；2) 京东智能硬件：broadlink、misfit、Jide、小蛋、Hwtrek、sleepace 等，配合京东众筹打造智能硬件最大电商平台；3) 京东云：大量投资企业服务类行业；4) 继续投资并购电子商务企业：扩充其多元化用户（继续增加活跃用户数），“天天果园”增加高端白领人群、“买卖宝”覆盖草根人群、“爱回收”增加二手置换用户。我们认为，在近期京东将继续在这四个方面持续加速投资布局，其中京东到家将继续着重投资线下企业。
- **百度：**以百度目前战略布局来看，其主要在自己具备相对优势的线上领域做分散投资，其中最为接近线下的支点为百姓网、糯米网等分类信息网和团购，家政、餐饮订位等。与其他三家企业相比暂无优秀的电子商务平台（近期投资电商中粮我买和菠萝蜜全球购体量不大）去挖掘其规模巨大的用户群，我们认为，未来百度若能够和某家优秀的电商或具备全国性布局的线下企业进行合作投资，这将使得百度能够更有效利用其巨大规模的线上用户（提升用户粘性，增加变现渠道），这类合作将对双方均产生较大价值。
- **阿里：**阿里的投资几乎覆盖大部分行业，以其现在的体量，除了投资苏宁这类级别的标的或对其电商品类产生良好正反馈外，分散的投资短期之内几乎不会

对阿里体系产生质变影响。我们认为，阿里为了尽可能继续扩大其已经较大的市场份额，将继续实施多元化投资以扩充其原先没能覆盖到的用户，但新用户获取的边际成本较高。我们发现近年来，阿里线下投资逐渐增多，线下实体支点新增银泰、苏宁；2014.5至今8家电子商务类别中5家为线下物流相关企业，表现出阿里对于线下的关注度相比前期提升不少。此外，汽车交通类亦较为“接地气”地投资于线下的出租车和公交车体系。

- **腾讯**：在2014年3月最终决定投资京东，交出QQ网购和易迅网股权便已说明其战略方针，即自己本身继续采取轻资产模式运营，游戏、广告仍是腾讯首要业务重点和现金流提供点，而**电商、O2O本地服务及线下重资产业务全部交予京东、大众点评等去实施完成**，自己从中获取投资收益，财务数据亦不会受到亏损的**电商和O2O本地服务业务影响**，可谓“一箭双雕”。
- 我们综合整理统计了JBAT四家公司的产业投资行业，并进行了梳理，四家大型互联网企业2014-2015年投资热点主要分三层：1)本地生活、电子商务2)智能硬件、企业服务、汽车交通3)医疗健康。**总体来看，JBAT不仅限于发展自己看家业务，均大规模在跨领域方向布局，积极推进跨界产业链重构，产业资本的风向与策略均朝着生态大融合的方向去实施，进一步加深自身产业壁垒。**

- **投资最为火热行业：本地生活、电子商务。**本地生活是线上布局线下的支点，主要体现为O2O餐饮、各类上门服务层面（与线下大量小型商户合作）；电子商务则主要聚焦在各类细分的垂直类电商企业。
- **投资相对活跃领域：智能硬件、企业服务、汽车交通。**智能硬件主要参与者为京东（打造京东智能硬件生态）、阿里，属于朝阳行业；**企业服务**中的云计算、B2B需求对接是各大企业重点投资方向（帮助亚马逊扭亏为盈的AWS业务为典型范例）；**汽车交通**主要聚焦在快的、滴滴、uber和其他小型拼车企业。
- **新兴产业：医疗健康。**医疗健康行业中新产生一些线上挂号、将医院部分业务转移至第三方机构等模式，概念和思路新颖，2014-2015年期间获得产业资本青睐。

图表 57：产业资本总体偏好及风向



来源：IT 桔子，中泰证券研究所

行业将由单一商业模式创新向生态融合创新发展

“第一代互联网是商业模式创新，未来技术创新和商业模式创新已经不能够很好的满足下一个时代的需要，下一个时代需要生态创新”，“世界上不再需要第二个苹果，下一个时代需要真正颠覆苹果，引领下一个时代商业模式的公司”。-----引用乐视网创始人贾跃亭在 2015 年 12 月中企领袖峰会上演讲部分。

- 我们积极看好传统行业互联网+龙头企业，在新经济格局和粉丝经济环境下，互联网+企业需要建立起独有的高粘性生态圈(如 JBAT)，生态大融合格局将有效树立产业壁垒，而生态大融合建立的基础是优秀的商业模式和较为长远的产业视角。在生态大融合逻辑下，我们推荐新民科技(南极人生态圈)、苏宁云商(围绕零售、文化、娱乐等多领域布局)、传化股份(构建互联网+货运生态)、科通芯城(缔造智能硬件行业全产业链生态)。

投资策略：六大主线投资互联网零售

展望 2016 年，零售行业虚实融合将进一步深化，线上线下资源有效整合，转型加速，效率效能进一步最优化。另外，传统商贸零售、传统电子商务、传统服务业在国家以技术创新驱动的供给端改革大时代背景下，将与科技、互联网深度结合，新的商业理念、新的商业模式将在此过程中孕育、发展，一批顺应时代发展趋势的企业将借助 IPO、并购重组逐步登陆资本市场，成为未来十年伟大企业的雏形，2016 年，商贸零售、电子商务、服务业的投资选股思路将从“新”出发，淡化业绩，深跟产业趋势，挖掘研究具备有价值商业模式的企业。

投资主线一：电商运营服务推荐**新民科技**，建议海外投资者关注**宝尊电商**。

投资主线二：跨境电商推荐**步步高**、**苏宁云商**，建议关注**跨境通**。

投资主线三：社交电商领域建议关注**华斯股份**。

投资主线四：农村互联网零售建议关注：**西安民生**。

投资主线五：超市业推进联合采购、国际化、标准化、餐饮化、供应链 B2B 社会化输出企业。推荐**步步高**、**永辉超市**。

投资主线六：生态大融合竖立产业坚实护城河。推荐**新民科技**、**苏宁云商**、**传化股份**、**科通芯城**，建议关注**乐视网**。

图表 58：各重点公司盈利预测、估值以及推荐逻辑

公司	收盘价：元	市值：亿	EPS			PE			评级	一句话投资逻辑
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
新民科技	18.60	83	0.23	0.41	0.66	80	45	28	买入	电商运营服务行业优质标的，南极人生态大融合
步步高	16.27	127	0.37	0.47	0.65	44	35	25	买入	云猴全球购进展迅猛，联合采购助力大平台战略
苏宁云商	13.57	1,002	0.13	0.03	0.14	104	452	97	买入	“阿苏”合力注入增长动力，业绩质量有望进一步向好
传化股份	24.64	803	0.114	-0.02	0.08	216	-1027	297	增持	互联网+货运，商业模式优秀，生态格局庞大
永辉超市	9.90	403	0.19	0.26	0.34	52	38	29	买入	联合采购逐步发力，B2B业务成新的增量
科通芯城	8.62	117	0.26	0.38	0.53	33	23	16	买入	智能硬件生态圈缔造者，客户数迅猛提升

来源：中泰证券研究所 注：收盘价取 2015 年 12 月 16 日

新民科技（002127）：深耕南极人品牌，打造一站式电商服务平台

■ 传统服装业务起家，成功转型电商服务型企业。

南极人品牌创立于 1998 年，依靠明星代言及大量广告投放，在全国范围内迅速建立品牌知名度。历经多年发展后，2008 年转型“品牌授权”商业模式，保留“南极人”品牌核心价值，摆脱生产端和销售端的自营环节，轻资产平台化运作，随着电子商务的快速发展，“南极人”品牌产品品类不断延伸，从内衣、羽绒服，延伸到男装、女装、母婴、居家布衣等多品类，围绕“南极人”品牌的上下游合作供应商和经销商数量快速增长，实现成功转型。2012-2015 年，南极人在原有商业模式的基础上陆续推出“NGTT”共同体商业模式、柔性供应链园区服务、“一站美”电商增值服务等，均取得非常好的效果，成为传统企业成功转型“互联网+”企业的典型代表。目前，南极人的主要产品包括品牌授权服务、电商生态综合平台服务、柔性供应链平台园区服务、专业增值服务、货品销售等。

■ 商业模式优越，助推品类快速扩张。

根据艾瑞预测数据显示，未来几年中国网络购物市场将维持 30% 以上的复合增长，服装类产品网络交易规模仍有望维持中高速增长；南极人商业模式优越，在纺织服装行业景气度低的背景下，公司利用南极人品牌知名度以及与阿里强大的合作关系（倚天会成员之一），以标准品（高性价比）为切入口扩张品类，聚集供应商、经销商，结合“一站美”、小微金融等电商增值服务建立经销商、供应商的黏性，成功实现南极人品类延伸（2012-2014 年公司新推出品类销售额爆发性增长、以及竞争对手的调研验证了公司商业模式的优越性），南极人产品销售额将保持高速增长，从而带动品牌服务费和标牌使用费收入快速增长。

■ 选准产业风口，打造柔性供应链电商服务园区。在政策推动，产业转型的背景下，电子商务园区成为市县级政府最重要的政府工作之一，据阿里研究院不完全统计，截至 2015 年 3 月，全国电子商务园区超过 510 个，南极电商旗下拥有经销商、供应商数量已达到 1000 家以上，2014 年推出第一家柔性供应链服务园区，至今加盟的供应商已有 30 家、经销商已有 47 家，累计发货 114 万余件、销量 181.65 万件，累计实现销售收入 467.52 万元，实现了销售额的快速增长，至 2018 年，公司柔性供应链园区数量有望达到 30 家，在生态圈内供应商和经销商不断增加背景下，园区发单量将不断增长，公司的增值服务收入有望迎来爆发性增长，我们预计电商园区业务 2016-2018 年将分别为南极电商分别带

来 1.2 亿元、2.3 亿元、4.3 亿元的收入。

■ **财务分析：轻资产平台运营，盈利能力强。**

通过深耕“南极人”核心品牌，关闭自营工厂，签约并授权供应商合作工厂生产“南极人”品牌的产品，整合过剩的供应链；同时签约合作经销商，授权其销售“南极人”品牌产品，实现轻资产平台化运营。盈利能力方面，公司历史毛利率基本维持在 50% 左右，净利率高达 25% 以上，随着品牌授权、柔性供应链园区等高毛利业务占比提升，未来公司综合毛利率有望提升至 60% 以上，净利率提升至 30% 以上；

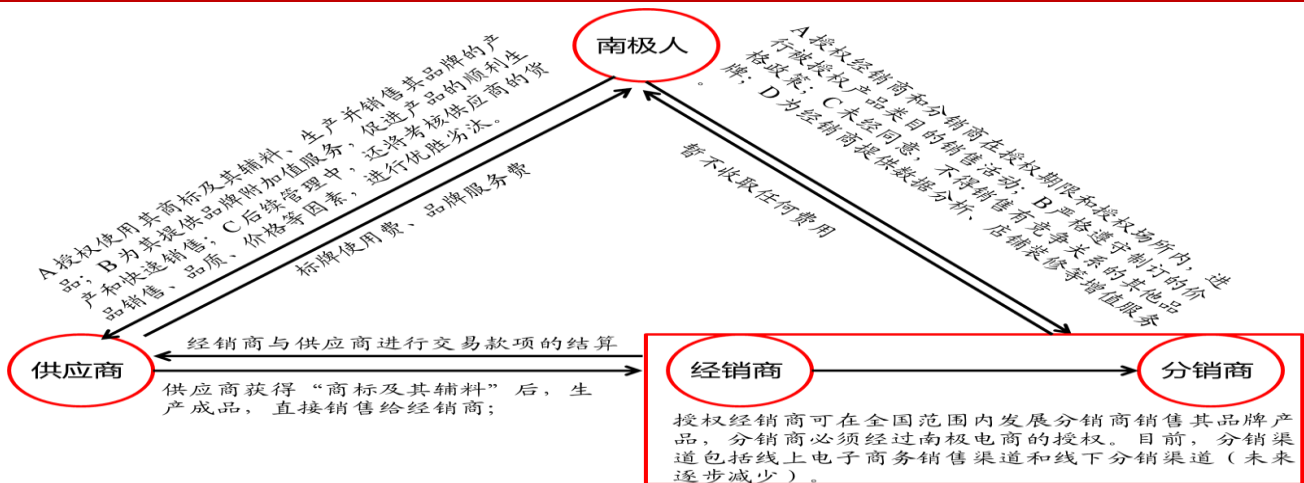
■ **估值、盈利预测及投资建议：低估值高弹性品种，首次覆盖给予“买入”评级**

根据我们的财务预测，2015-2017 年，南极人电商收入有望实现 3.8 亿元、6.5 亿元、9.2 亿元，年复合增速约为 55%，实现净利润 1.5 亿元、2.3 亿元、3.5 亿元，年复合增速约为 53%（重组交易中大股东承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 1.5 亿元、2.3 亿元、3.2 亿元），我们参考可比公司估值，考虑公司商业模式的优越性，较高的成长性，给予公司 2016 年 PEX80，以公司重组且增发成功后的股本 7.7 亿计算，目标价 23.90 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示**

南极人借壳上市未通过证监会审批；公司增发募资失败，电子商务园区无法按照正常进度开展；公司与阿里平台关系恶化，无法获取阿里在流量、技术方面的支持。

图表 59：南极电商授权模式详解图



来源：中泰证券研究所根据公司公告绘制

图表 60：南极电商战略规划图



来源：中泰证券研究所 公司公告

步步高 (002251): 回归零售本质, 大云猴战略稳步推进

■ 联合数十家企业建全球众筹联合采购平台, 稳步推进大云猴战略。

2015年11月初, 公司联合、家家悦、天虹、美特好、兴隆大家庭、上海城市超市、尚品汇、庆客隆等23家企业齐聚武汉, 共同发起全球联采众筹平台。若按照销售规模来计算, 上述企业销售合计超过2300亿。以步步高旗下湖南腾万里供应链管理有限责任公司为枢纽完成众筹资金流与商品流的运作。于公: 帮助更多中小零售商向海外拓展供应链, 提升商品力; 于私: 让更多实体店接纳并采用云猴平台, 向整合全国实体店的战略进一步迈进。

■ 云猴五大体系继续稳步推进。

步步高“五体系”大平台打造云猴生态圈。1) 跨境电商: 目标一年全国前三, 两年做到全国第一, 预计2015年GMV3亿元; 2) 生鲜电商: 借助便利店物流和中央厨房, 成本取胜, 预计2015年GMV1亿元; 3) 大会员+大支付: 强大的线下导流, 打通多元支付手段, 预计2015年实现1000万线上会员; 4) 大便利+大物流: B2b服务联盟商户圈, 预计2015年联盟商户供货额GMV18亿元。

■ 盈利预测及短期估值, 维持“买入”评级。

考虑公司大云猴平台的推进, 在费用方面仍有一定的投入, 我们下调2015-2017年公司归母净利润分别为3.4亿、4.3亿、6.0亿元, 以9.21亿股本计算, 对应EPS分别为0.37元、0.47元、0.65元, 参照永辉超市动态估值, 同时, 考虑到公司深耕西南七省, 市场空间广阔以及大云猴生态圈稳步推进, 我们给予公司2016XPE50倍

估值，目标价 23.5 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示。

1) 线下巨头进入中小城市，抢占公司市场份额；2) 若未来公司由于流量引入低于预期，则估值会有压力；3) 短期内电商平台开发费用超预期；4) 全球购、生鲜电商、供应链 B2b 入驻商家低于预期。

苏宁云商 (002024): 回归零售本质，开放资源，前景可期

■ 线上业绩稳中向好，“阿苏”合作注入增长动力：

2015 年 1-9 月，实现线上平台实体商品交易总规模为 313.40 亿元（含税），同比增长 80.7%，开放平台实现交易规模 20.3 亿元，同比增长 76.7%，转型的成果逐步凸显；线上运营方面，苏宁生态圈 SKU 数量达到 1500 万，开放平台商户数增长至 23000 家，相比于 2015 年半年度末增长 53%，2015 年 9 月，移动端订单数量占线上整体比例提升至 58.54%，线上运营指标进一步好转；会员方面，截至 2015 年 9 月末，公司零售体系会员总数达到 2.14 亿，年度活跃会员数增加到 4,500 万。本轮“双十一”是“阿苏”合作之后，线上线下业态全面整合狂欢的第一年，在虚实融合的背景下，苏宁云商回归零售 CPU 本质，我们预计苏宁云商在“双十一”之后，将开启全面对接阿里的历程，四季度线上业绩有望进一步提升。

■ 出让 PPTV 股权，进一步优化上市公司业务结构：

目前，PPTV 仍处于战略投入期，2015 年 1-9 月份，PPTV 整体实现利润亏损 7.05 亿元，对公司归属于母公司股东的净利润影响-4.8 亿元，本次股权关联交易的方式将 PPTV 股权转让给控股股东旗下苏宁文化，实现上市公司与 PPTV 的共赢：A 对于上市公司而言，PPTV 归属于上市公司的净利润亏损约占苏宁云商亏损额一半，剥离 PPTV 业务，有望进一步优化上市公司业务结构，回归零售本质；B 对于 PPTV 而言，在阿里入股苏宁云商之后，脱离上市公司可避免外商投资产业政策对 PPTV 后续业务发展可能造成的影响和限制，另外，PPTV 后续将在在线视频、家庭互联网，PP 云业务和 PP 体育四个板块逐次发力，加大自制内容投入，引入西甲独家版权，上市 PPTV 操作系统 PPOS 和智能硬件产品等，打造“硬件+内容+服务+电商”的商业模式，这一系列战略落地都将需要大量资金的投入，理清股权关系将为 PPTV 后续融资扫清政策障碍。

■ 开放线下资源，未来精彩或可期：

苏宁云商拥有云店 32 家，进一步发挥线下实体的多重价值(社交价值/媒体价值/渠道价值/场景体验价值/仓储配送价值)；农村电商方面，公司布局坚定，截至三季度末，苏宁易购直营服务站数量 599 家，苏宁易购加盟服务站数量 782 家。我们预计，随着“阿苏”合作深入，苏宁有望在家电 3C 的线上销售领域与京东形成抗衡；苏宁物流在接入菜鸟网络之后，有助于其盘活存量资产，进一步社会化，形成新的利润增长点。同时，在线上线下融合的背景下，苏宁云店以及苏宁易购服务站将成为“阿苏”生态圈重要的入口，推动苏宁线下价值的回归。

■ 供应链金融进一步爆发，未来有望成为苏宁云商重要业绩支撑点：

苏宁与阿里合作，阿里生态圈的 B 端用户将逐步接入苏宁物流、苏宁云店之中，同时，苏宁将其线下资源（物流、云店）向全社会开放，我们预计大量的 B 端用户将成为苏宁生态圈的用户，苏宁供应链金融有望实现快速放量。2015 年 1-9 月，由于小贷及保理业务放款规模增加，苏宁云商发放贷款及垫款 9.3 亿元，相比 2014 年年末提升 84%。

■ **苏宁线上线下估值重构，转型过程中战略性温和亏损可以接受。**

苏宁作为产业内率先推行互联网零售模式的公司，在行业发展趋势中积累了丰富的运营实践经验，率先卡位，且苏宁的物流、金融方面均已经全面布局，考虑到苏宁与阿里合作将为苏宁带来巨大的增量，我们预计苏宁云商 2015/2016/2017 年销售收入为 1302 亿、1408 亿、1557 亿元（若支付宝全面接入苏宁，苏宁全渠道收入有望超上述预期，但因阿里支付宝全面接入苏宁仍存在一定的不确定性，故在估值模式中未考虑这方面的增量），未来，随着线上收入占比的提升（线上业务毛利率低于线下业务），EPS 分别为 0.10/0.01/0.02（考虑非公开增发，计算总股本为 93.10 亿），参照市场目前对零售企业的估值以及苏宁云商“苏宁易购+线下门店+供应链金融+苏宁物流+阿里系资源对接”商业模式的先进性，A 股互联网零售标的的稀缺性，我们给予苏宁云商 2016 年 1.2XPS，市值 1690 亿元，对应目标价 18.15 元（计算股本 93.10 亿），给予“增持”评级。

■ **风险提示：**

1，与阿里合作受阻，不能够在线上线下全面对接；2，全品类拓展失败；

传化股份（002010）：互联网+货运，革新全国公路港生态

■ **国内公路货运效率低下，市场潜在开发价值巨大。**

我国物流运输成本占 GDP 的比重达到 16.6%，而美国这一数据仅 8%，造成这一差异的主要原因是我国缺乏一个全国性的类似于空港、海港的公路货运运营体系，存在大量的信息不对称（“车找不到货，货找不到车”）和资源不合理配置（货车空载率 40%）。目前，公路货运存在三个万亿级别商圈，分别为人商圈、车商圈和物资运费。针对这些行业痛点，目前车货配对 APP 方兴未艾，我们认为能成功保证诚信和定价支付体系的企业最终将掌握市场的主动权。

■ **公司商业模式对三大参与主体有较强吸引力。**

1) 对卡车司机的吸引力：公司所提供车货配对的双方对接，可以有效解决货车司机在传统模式下经常遇到“回程空放”的问题，因此充足的干线及同城货源能够较好地提高卡车司机的收入，提升卡车有效使用率。**2) 对货主企业的吸引力：**货主企业之前面临的问题是由于物流中间环节成本占比过高，使得其不得不支付高昂的物流费用，而公司提供的服务可以保证精简中间环节，降低其所需支付的物流费用。此外，司机的诚信体系较完善，可以保证货运物资的安全性。**3) 对物流企业的吸引力：**物流企业作为“无车承运人”，可以更加专注于其能够提供的专业性物流服务能力，而部分分散的货物配送需求则由公司的社会运力池提供。

■ **公司盈利模式清晰。**

公司盈利模式分两阶段：第一阶段下，公路港模式下主要收入为公路港投资运营及配套服务（主要为物业管理费、旅馆租金、油品销售、汽车配件销售、配套开发收入），但随着用户数形成一定规模（易配货在目前长途卡车司机人群中的覆盖率接近 5%），盈利结构进入第二阶段，O2O 物流网络平台服务收入将会成为主要收入来源，包括会员服务收入、物流交易的佣金分成、基于流量和大数据带来的金融服务收入等。

■ **盈利预测及估值。**

我们预计公司 2015-2017 年归属净利润为 3.69 亿、-0.77 亿、2.66 亿（并入传化物流），同比增 50.45%、-123.30%、409.02%，其中 2015-2016 年为主要投入期，因此费用率较高，但从 2017 年开始公司盈利将出现反转。估值方面，公司类似空港的公路港物流系统以及类似“滴滴货车”的商业模式，估值可对标中国民航局空管局（国务院旗下交运部直属）以及滴滴快的（一级市场最新轮融资估值超过 1000 亿），短期保守目标 1000 亿市值，以 32.21 亿股本计算，对应目标价 31.00 元，维持“买入”评级。

■ **风险及不确定性。**

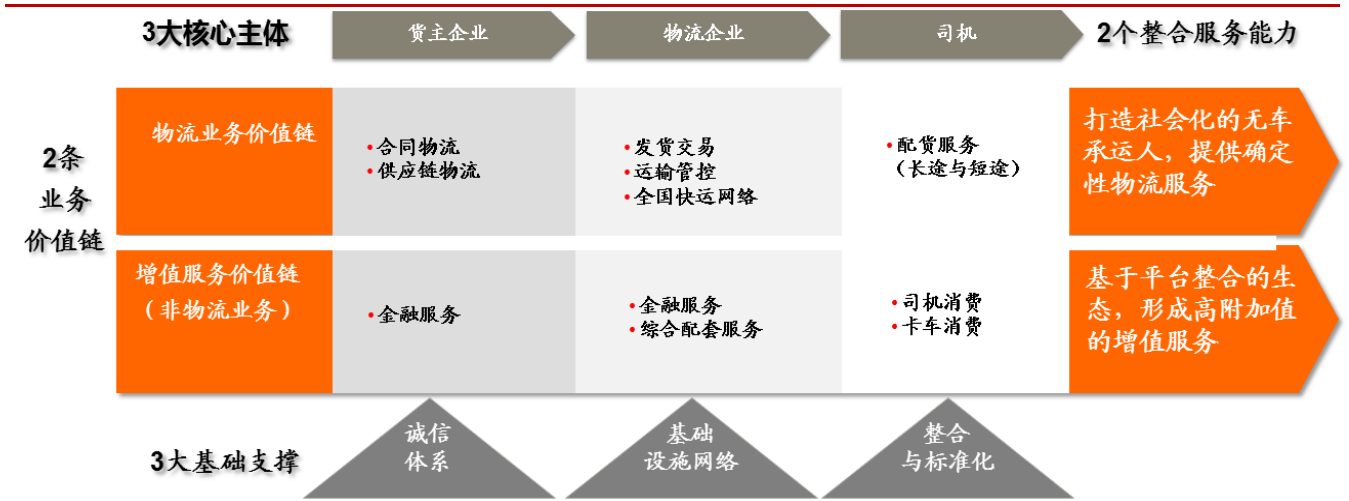
1) 用户数低于预期；2) 公司后续投建公路港仍需大量融资，资金是开建大量公路港主要瓶颈。

图表 61：公路货运缺乏类似航空体系下的运营体系



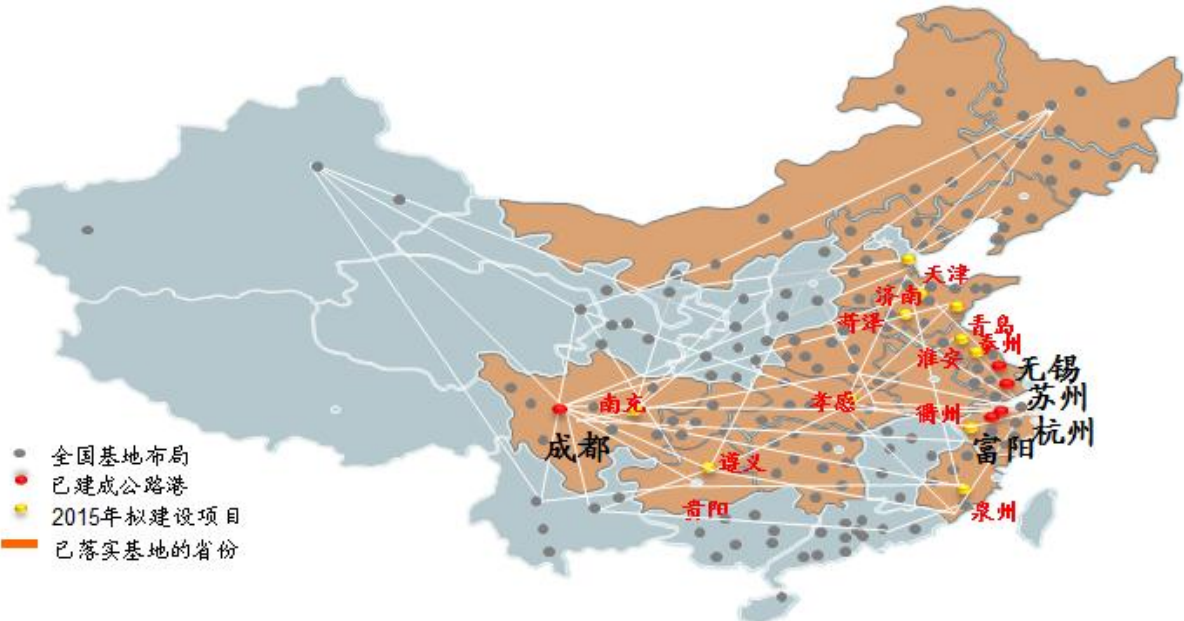
来源：中泰证券研究所

图表 62：公司物流网络运营系统商业模式（323 模式）



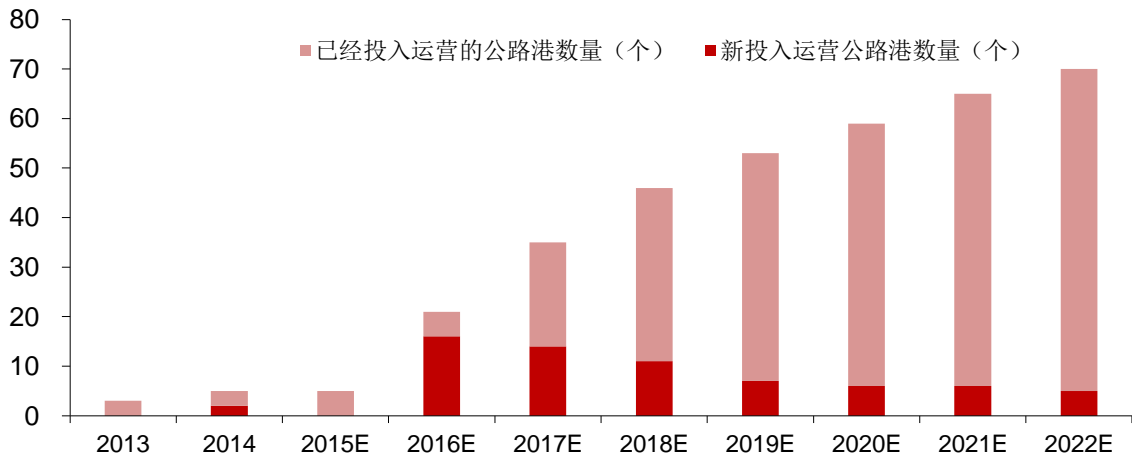
来源：增发预案，中泰证券研究所

图表 63：公司公路港全国性布局



来源：传化物流，中泰证券研究所

图表 64：公司公路港建设和投入运营计划



来源：增发预案，中泰证券研究所

永辉超市 (601933)：合众连横空间大，关注新业态布局

■ 京东将为公司收入端提供增长动力，业态业务调整加速布局。

1) 京东活跃用户数 1.3 亿人 (京东商城和京东到家用户账户打通)，永辉首家门店 (北京鲁谷店) 于 12 月初入驻“京东到家”的超市生鲜板块，若合作顺利，未来巨额用户流量或助推公司收入端增速或将重回高增长轨道； 2) 公司与京东大数据对接推动商品调整和精准营销，将提升公司运营效率和同店增长。此外，我们认为 BRAVO 绿标店是公司破局一二线城市传统大卖场形象核心战略。 3) 公司于 2015 年 11 月在上海新试水 YH 会员店业态 (业态类似进口 O2O 体验店模式)，未来视运营情况将在全国复制，吸引中高端用户，开拓业绩增量。 4) 我们预计公司重庆西永中央厨房将在 2016 年初投入试运营，生鲜 B2B 业务将是新的开店。

■ 股权形式合众连横，关注未来投资收益端贡献增量业绩。

公司三大投资收益端联营企业业绩值得关注：1) 中百集团；2) 联华超市；3) 上蔬永辉。根据我们测算，若未来三家企业未来随着联合采购的推进和经营效率的改善，公司的长期股权投资将贡献 2-3 亿投资收益，占比公司 2014 年归母净利润 (8.52 亿) 达近 30%，而目前公司来自联营和合营企业的投资收益仍为负值，主要由于上蔬永辉处于集中开店初期，投入成本较高，新门店尚处于培育期，因此贡献亏损投资收益，未来投资收益的提升将对公司业绩提升贡献可观弹性。

■ 公司账面资金充裕，关注后续资本运作。

若 2015 年 8 月引入京东等投资者方案被通过，则公司账面资金将达到约 130 亿，近期的两次定增方案投资项目主要用于门店拓展 (占募集资金 70%-85%)，而公司每年约 15-20 亿的经营性现金流量净额足够公司每年的新开门店投入。因此，公司的巨额账面资金可支持其未来众多资本运作和股权投资，在传统零

售行业景气度持续下行下，公司凭借核心供应链竞争优势，是行业内稀缺的具备全国性整合能力的零售巨头。

■ 公司盈利预测及估值。

我们预计 2015-2017 年公司营收分别为 436 亿、527 亿和 649 亿，同比增长 18.67%、20.92%和 23.18%；归属母公司净利润分别为 9.86 亿、13.13 亿和 16.97 亿，同比增长 15.77%、33.19%和 29.21%，按照增发摊薄后股本 47.85 亿计算 EPS 为 0.21 元、0.27 元和 0.35 元。公司目前股价对应 2016 年 PE38 倍，考虑到公司作为超市行业内稀缺的白马成长，优秀的供应链管理能力和其超市行业跨区域整合能力，和京东战略合作加强公司对于生鲜电商冲击的护城河，理应享有一定估值溢价，我们给予公司 2016 年 PE50 倍，对应目标价 13.70 元，维持“买入”评级。

■ 风险及不确定性。

1) 联合采购推进缓慢；2) 和京东合作低于预期；3) 定增方案未被证监会通过。

科通芯城 (0400.HK)：缔造物联网生态圈，行业空间巨大

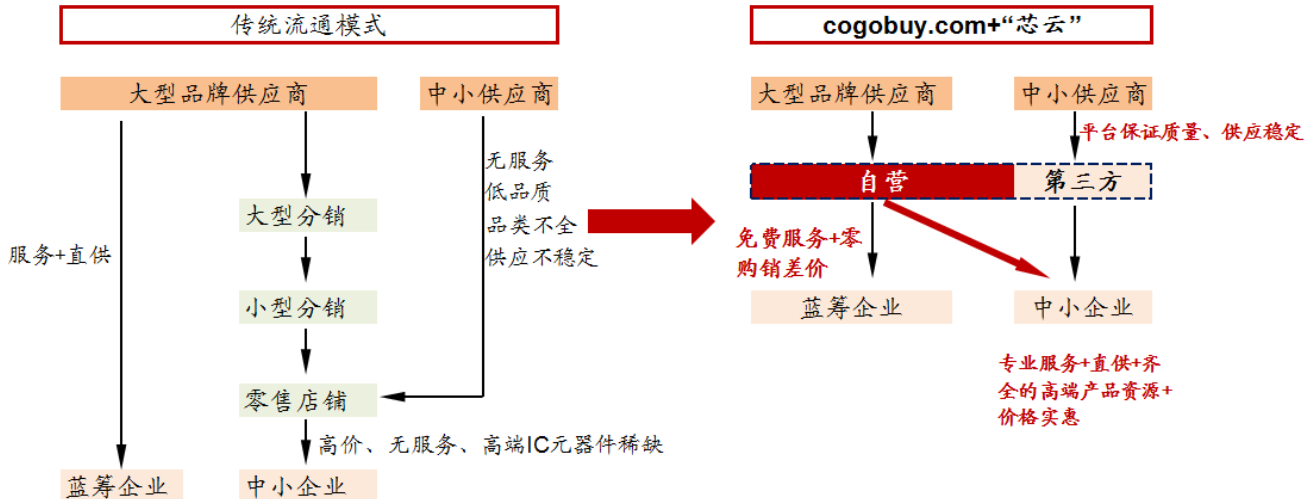
■ 行业规模巨大，长尾中小企业市场被电商忽略。

2014 年国内 IC 及其他电子元器件市场规模达 2.2 万亿元，其中通过电商交易规模仅约 600 亿，占比仅 3%。随着线上采购渗透率增加，电商交易规模空间巨大。交易型电商中，科通芯城占率为 55%，行业第一，未来交易型电商模式将成为行业电商交易主流模式。目前行业下游有 300 万家制造商，其中 99.9% 为中小制造商，这些企业往往没有稳定、高品质、具售后服务的货源，科通芯城具备抢占中小企业市场最合适的商业模式。

■ 公司商业模式优秀，短期内较难被复制。

公司有效解决中小企业长尾市场痛点，中小企业可直接采购到有价格吸引力的大型品牌商商品，无需经过层层分销，且高端商品品类齐全，销售人员提供免费的专业服务，相比传统渠道而言，对中小企业具有极强的吸引力。此外，四个进入门槛导致传统 B2B 和大型线下分销商短期内难以复制公司商业模式：1) 较深的行业知识；2) 强大的供应商网络资源；3) 在中小企业市场“先入为主”优势；4) 互联网文化和科技建设。

图表 65：公司独特的商业模式，有效服务长尾市场



来源：中泰证券研究所

■ **服务打通整条物联网产业链，缔造 B2B2C 物联网生态圈。**

公司利用自身的“硬蛋”生态圈（智能硬件孵化）以一个专业服务者的角色协调整条智能硬件产业链上参与者的不同需求，借助自身大平台给不同参与者提供资源、咨询、信息反馈、项目推广等。目前公司已和京东、联想、百度等公司合作，以自身优势服务发展智能硬件产业链，未来将通过合作伙伴关系或收购活动扩充业务。**短期经营目标：**1 万个 IOT 项目（目前 8600 个）、5000 家供应商（目前 2000 家）、1000 万粉丝（目前 430 万）。**未来盈利模式：**1) 对于 B 端，公司可以通过硬蛋 direct 帮助其完成产品，并收取一定服务费用。2) 硬蛋平台上的项目可以协同促进公司芯片的销售，公司会推荐自己平台上的芯片销售。3) 直接投资智能硬件项目获取收益，公司可以利用自己整条产业链（创意、产品、融资、营销）的资源可以帮助创业者智能硬件项目大大提高率。

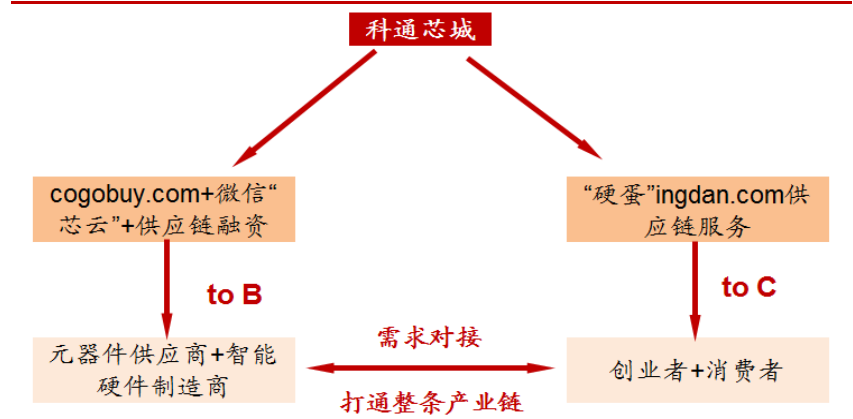
■ **盈利预测及估值。**

我们预计公司 2015-2017 年归属母公司净利润为 3.51 亿、5.04 亿、6.97 亿，对应 EPS 为 0.26 元、0.38 元、0.53 元，三年复合增速为 55%。我们鉴于公司的高成长能力和未来多元化流量变现预期，**公司目标价 16.30 港元，对应 2016 年 PE36 倍，维持“买入”评级。**

■ **风险及不确定性。**

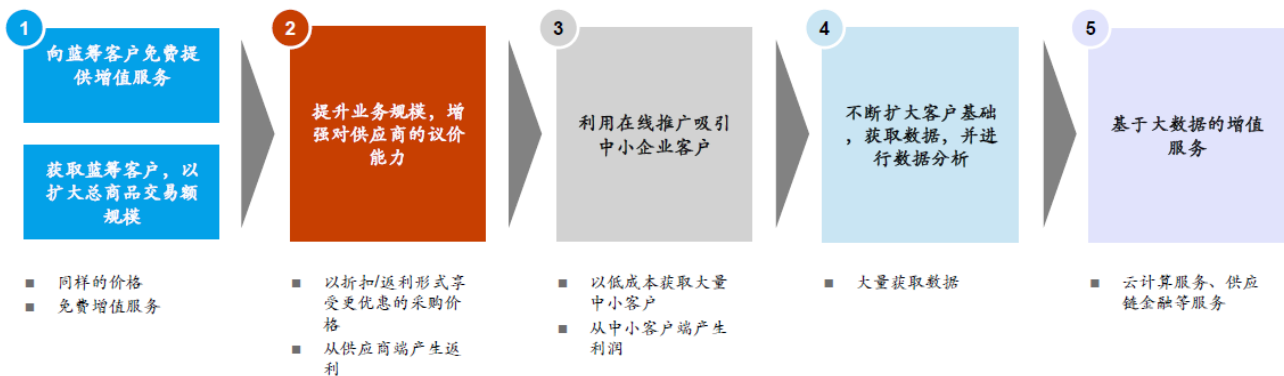
1) 中小企业客户会员数增长低于预期；2) “硬蛋”平台未来盈利模式存在不确定性；3) 由于公司实际流通市值占比仅 23.6%，投资者需注意港股市场流动性风险。

图表 66：公司 B2B2C 物联网生态圈



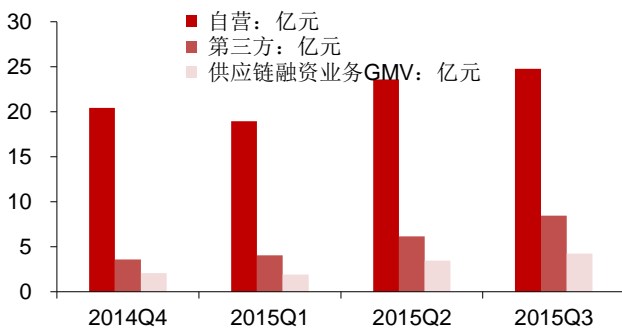
来源：中泰证券研究所

图表 67：科通芯城发展路线图



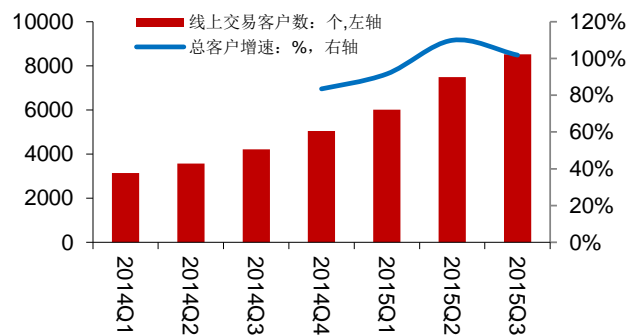
来源：库购网，中泰证券研究所

图表 68：公司各业务 GMV 变动



来源：公司各季报，中泰证券研究所

图表 69：公司客户数持续高增长



来源：公司各季报，中泰证券研究所

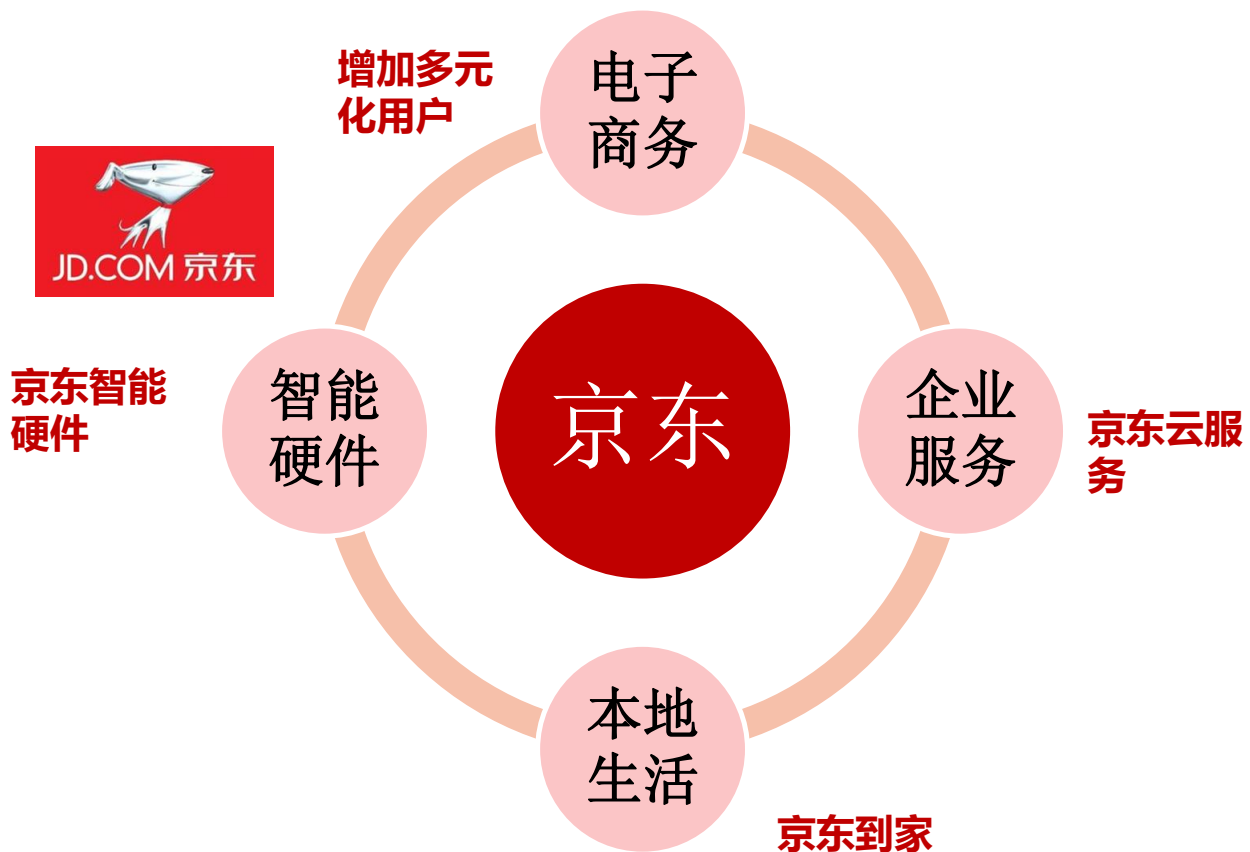
附录：JBAT 投资梳理

图表 70：京东历年投资行业分析

	2010	2011	2012	2013	2014	2015.11
电子商务	1	1	1		1	3
智能硬件				1	4	4
旅游					2	1
金融			1		1	1
本地生活				1	1	4
企业服务					1	3
文化娱乐体育						1
汽车交通						3
移动互联网						1
合计	1	1	2	2	10	21

来源：IT 桔子，中泰证券研究所

图表 71：京东投资图谱



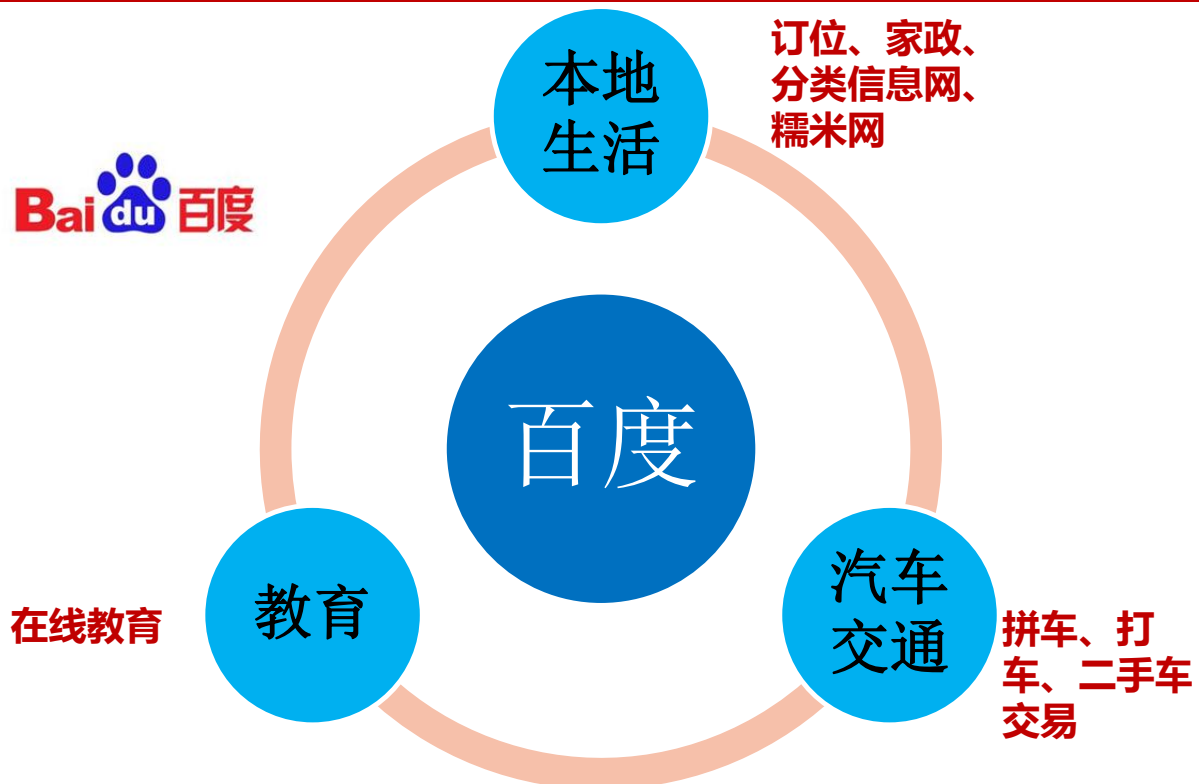
来源：IT 桔子，中泰证券研究所

图表 72：百度历年投资行业分布

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015.11
SNS 社交网络							
本地生活						1	4
电子商务		1	1			1	4
房地产服务							
工具软件						3	
广告营销							2
教育					1	4	
金融							
旅游					1		
企业服务			2	2	1		1
汽车交通						1	4
文化娱乐体育		1			2	1	2
医疗健康							2
移动互联网			1	1			1
硬件					3	1	1
游戏						1	
合计		2	4	3	8	13	21

来源：IT 桔子，中泰证券研究所

图表 73：百度投资图谱



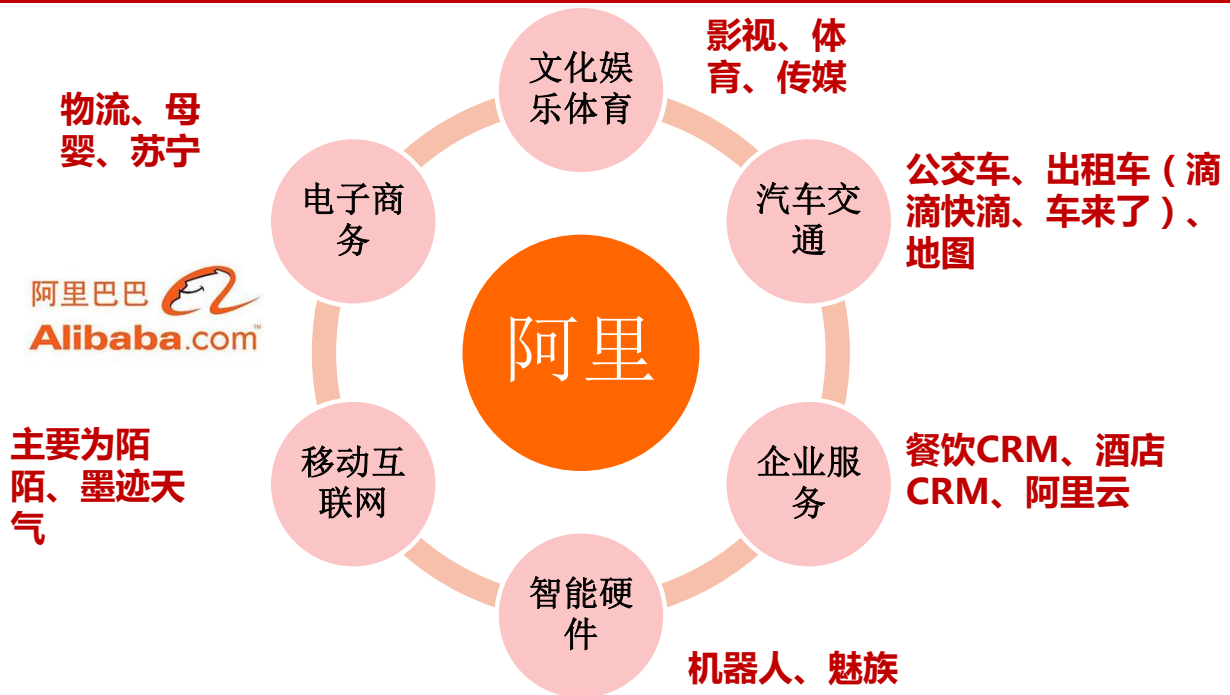
来源：中泰证券研究所

图表 74：阿里历年投资行业分布

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015.11
SNS 社交网络						1	1
本地生活			1	1		3	4
电子商务		2	2	1	2	4	8
房地产服务							
工具软件	1				3		1
广告营销							
教育						3	1
金融						1	2
旅游					2	1	
企业服务						3	4
汽车交通					2	3	4
文化娱乐体育				1		9	4
医疗健康							
移动互联网				1	3	2	1
硬件						1	3
游戏	1					2	
合计	2	2	3	4	12	33	33

来源：IT 桔子，中泰证券研究所

图表 75：阿里投资图谱



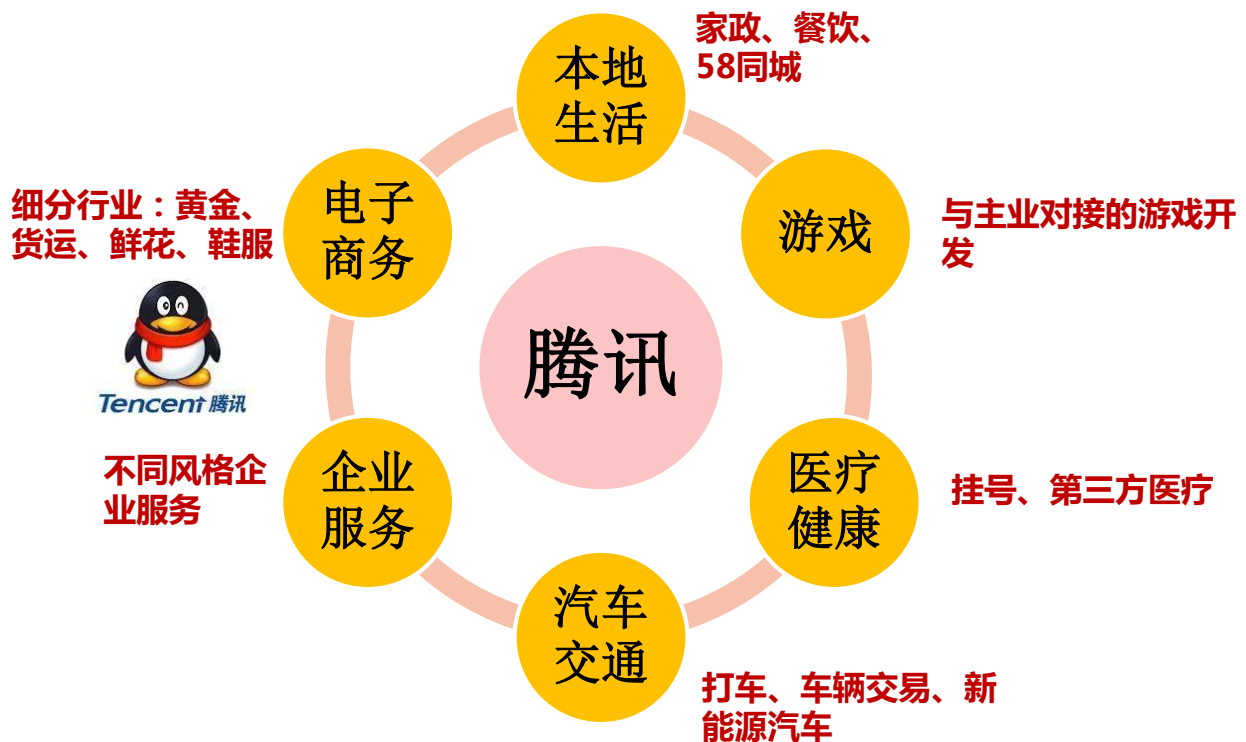
来源：中泰证券研究所

图表 76: 腾讯历年投资行业分布

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015.11
SNS 社交网络					1	3	
本地生活		1			1	6	7
电子商务		2	3	1	2	8	7
房地产服务							
工具软件			1	1	1	2	
广告营销						1	
教育						2	2
金融				1	1	2	1
旅游			1	1		3	1
企业服务			1	2		2	4
汽车交通					2	2	5
文化娱乐体育				1		2	4
医疗健康						2	7
移动互联网				3	1	2	2
硬件					1	2	2
游戏	1		3	4	3	9	2
合计	1	3	9	14	13	48	44

来源: IT 桔子, 中泰证券研究所

图表 77: 腾讯投资图谱



来源: 中泰证券研究所

风险及不确定性

- 1) 互联网零售行业具备较高弹性，若市场下行风险较大，则板块的高弹性将带来较大下行压力；
- 2) 传统线下零售企业转型线上需大量资本及费用开支，若线上业绩低于预期，将拉低公司资本回报率；
- 3) 传统零售企业转型互联网零售需要突破以往的思维禁锢，若管理层对转型持有不同意见，互联网零售战略将无法贯彻落地。

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。